

Position

Themen und Denkanstöße für Investoren | 4.2018



Nachhaltig robust

Wie langfristige Geldanlage gelingt

Vermögen erhalten
Nachhaltigkeit sollte für Investoren
mehr sein als ein Werbegag.

Schwarzer Montag
Warum der Crash von 1987 bis heute
das Geschehen am Finanzmarkt prägt.

Der Preis des Risikos
Nassim Nicholas Taleb erklärt, worauf
Anleger unbedingt achten sollten.



Flossbach von Storch

Die Flossbach von Storch Invest S.A. präsentiert
Ihnen Position - das Wirtschaftsmagazin unseres
Fondsmanagers Flossbach von Storch AG.

Das Magazin können Sie kostenfrei abonnieren.
Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre.



Position als PDF-Download
oder im kostenfreien Abo:
www.flossbachvonstorch.lu/position



Auf ein Wort

Bei der Interpretation, was Verantwortung genau bedeutet, scheiden sich die Geister. Der Duden präsentiert eine ganz schlichte Definition dieser großen Idee. Verantwortung sei die „Verpflichtung, dafür zu sorgen, dass alles einen möglichst guten Verlauf nimmt, das jeweils Notwendige und Richtige getan wird und möglichst kein Schaden entsteht“. Als Vermögensverwalter möchten wir uns dieser Erklärung anschließen. Wir übernehmen die Verantwortung für das Vermögen unserer Kunden. In aller Bescheidenheit – und mit Kenntnis der vielen Herausforderungen auf den Märkten – möchten wir es erhalten und mehren. Schaden abwenden und Chancen nutzen. Unserer Meinung nach kann dies nur gelingen, wenn man langfristig investiert und das Geld nachhaltig anlegt. Nachhaltigkeit ist für uns mehr als ein ökologisches Feigenblatt. Bei der Geldanlage bedeutet es zuallererst, in Unternehmen zu investieren, die nachhaltige Erträge erwirtschaften. In der Vergangenheit und – soweit es absehbar ist – auch in der Zukunft. Aktien von stabilen Unternehmen, die eine langfristige Strategie verfolgen.

Dazu braucht es Substanz, Eigenkapital. Gefragte Produkte und Innovationen, die auch in Zukunft Umsatz und Wachstum sichern. Kosten, die nicht aus



dem Ruder laufen. Und ein Management, das diese Ziele langfristig verfolgt. Ein breit aufgestelltes Portfolio aus Aktien und Anleihen von ebendiesen Unternehmen ist nach unserer Überzeugung der beste Krisenschutz.

Als aktiver Investor suchen wir jeden Tag nach solchen Titeln. Wir investieren langfristig, kontrollieren ständig, ob die Unternehmen im Bestand noch unseren Ansprüchen genügen. Wir mischen uns ein. Als aktiver Investor sehen wir uns in der Pflicht, die Interessen unserer Kunden auch in der Öffentlichkeit zu vertreten.

Konstruktiv. Als Eigentümerkorrektiv im Sinne einer Aktienkultur, von der alle profitieren. Die Anleger ebenso wie die Mitarbeiter des Unternehmens. Die Allgemeinheit, die nur mit einer gesunden Wirtschaft ihre gesellschaftlichen Ziele erreichen kann.

Eine spannende Lektüre wünscht

Kurt von Storch ist Gründer und Vorstand der Flossbach von Storch AG.

06

Weltbild	
Anlagestrategie	
Nachhaltig robust	06
Staatsfinanzen	
Die Welt der Schulden	14
US-Börsenrally	
Wie lange noch?	16
Interview	
„Die EZB kommt da nicht raus“	20

24

Anlagestrategie	
Rendite	
Wunsch und Wirklichkeit	24
Edelmetalle	
Gold ist Geld	26
Interview	
„Die Türkei ist nicht die Welt!“	30
Partywissen für Geldanleger	
Hab ich auch schon gehört ...	32

Börsencrash
Schwarzer Montag

Vor mehr als 30 Jahren gingen die US-Börsen in die Knie. Zwei Zeitzeugen berichten, was am Tag des Jahrhundertcrashs geschah.



36



26

Vermögensschutz
Gold ist Geld

Der Preis dümpelt dahin. Egal, denn Gold ist nichts für Zocker. Langfristige Anleger schätzen es aus einem anderen Grund.



20

Interview mit Bert Flossbach
„Die EZB kommt da nicht raus“

Italiens Schulden gefährden unsere Währung. Welche Rolle die EZB dabei spielt – und welche Folgen der Nullzins hat.

36

Kontext			
History		Strategie & Strategie	
Schwarzer Montag	36	„Wir sollten die Kirche im Dorf lassen“	48
Gastbeitrag		Glossar	50
Das Risiko und sein Preis	44		

Nachhaltig robust

Das Wort Nachhaltigkeit ist in aller Munde. Weil es alles bedeuten kann – und deshalb auch nichts. Nachhaltigkeit sollte ganzheitlich betrachtet werden. Ein Aspekt ist dabei besonders wichtig, der in der Öffentlichkeit leider nur selten eine Rolle spielt.

ELMAR PETERS



Im Internet findet sich ein Lexikon der Nachhaltigkeit – seit 2002 schon. Einleitend weisen die Autoren dort darauf hin, dass sich der Begriff „Nachhaltigkeit“ in den vergangenen Jahren sehr stark entwickelt habe. Unter Wissenschaftlern fände eine sehr intensive Diskussion statt, was sich denn nun genau hinter dem Wort verberge, das erstmals im Jahre 1713 von Hans Carl von Carlowitz verwendet wurde und sich damals auf die Forstwirtschaft bezog. Die Suche nach einer halbwegs verlässlichen, möglichst umfassenden und damit – im besten Falle – allgemeingültigen Definition. Eine Einigung sei jedoch nicht in Sicht ...

In unserem Metier, dem Investment Management, hat der Begriff längst Eingang gefunden. Das Interesse an „nachhaltiger“ Geldanlage (was immer das im Einzelfall auch bedeuten mag) ist deutlich gewachsen. Grundsätzlich freuen wir uns darüber – einer-

seits. Andererseits werden auch hier die Begriffe inflationär und nicht selten aus reinen Marketing-Überlegungen verwendet.

VIELEN REICHT ES, EIN GUTES GEFÜHL ZU HABEN
Vielen Investoren dient Nachhaltigkeit heute als Feigenblatt; zwar weiß niemand so recht, was sich hinter dem Begriff verbergen könnte, meist reicht's aber völlig aus, ein gutes Gefühl vermittelt zu bekommen. Andere wiederum, Pensionskassen und Pensionsfonds, sind ab 2019 angehalten, die sogenannte EBAV-II-Richtlinie umzusetzen. Dazu müssen sie den Umgang mit ESG-Faktoren, das sind definierte Nachhaltigkeitskriterien, im Rahmen ihrer Anlagepolitik transparent machen. Eine Verpflichtung, ESG-Faktoren in der Kapitalanlage zu berücksichtigen, gibt es allerdings noch nicht. Das ist eigentlich auch gar nicht möglich, da sie ähnlich schwammig und ambivalent sind wie die Definition von Gut und

Böse. Da stimmt es nachdenklich, wenn ein EU-Aktionsplan für mehr Nachhaltigkeit sorgen soll und dabei von einer 20-köpfigen „High Level Expert Group“ unterstützt wird. High Level bedeutet in der Finanzbranche zumeist: weit weg von konkreten Investmententscheidungen – und sorgt in Kombination mit dem Begriff Experte für vermutete Kompetenz, die durch die Kompetenzballung einer ganzen Gruppe noch multipliziert wird.

Der EU-Aktionsplan beinhaltet zehn Maßnahmen zur Finanzierung nachhaltigen Wirtschaftswachstums. Ein Klassifizierungssystem (Taxonomie) umfasst und beurteilt Normen, CO₂-Benchmarks, Ratings, Investorenpflichten, Finanzberatung, Vermögensverwalter, Offenlegungs- und Aufsichtsvorschriften. Die Taxonomie soll ahnungslosen Anlegern, Vermögensverwaltern und Unternehmen eine Orientierung bieten, was gut und was schlecht ist. Später dient sie dann als Basis für einheitliche EU-Standards und für die Klassifizierung von „Green Bonds“ oder EU-Labels für Fonds. Nach Aussage eines der „High-Level-Experten“ sei dies aber nicht als Bevormundung von Anlegern zu verstehen, sondern diene lediglich als kleiner Schubser, um diese zu ermutigen, in als nachhaltig klassifizierten Anlagen zu investieren. Wer nicht mitmacht, darf seine Geschäftsberichte und Fondsbroschüren nicht mit Grünen Punkten oder Blauen Engeln schmücken. Wer aber als grün deklariert wird, kann mit der Ausgabe von Green Bonds billiger an Geld kommen, weil gute ESG-Ratings schlechte Bonität kaschieren.

Für das gute Gewissen gibt es heute Agenturen, die gewissermaßen als Nachhaltigkeits-TÜV fungieren und gemäß den sogenannten ESG-Kriterien entscheiden, was nachhaltig ist und was nicht. Wie in der Vorfinanzkrisenzeit beim Rating für Kreditverbriefungen geht es auch hier zuallererst darum, das TÜV-Siegel zu bekommen, oft weniger um den Inhalt. So ließe sich beispielsweise die Frage stellen, warum ausgerechnet Banken als nachhaltig gelten, die schlussendlich manch weniger nachhaltiges Geschäftsmodell finanzieren?

ES HILFT NICHT, SICH HINTER DEN „TÜV-KRITERIEN“ ZU VERSTECKEN

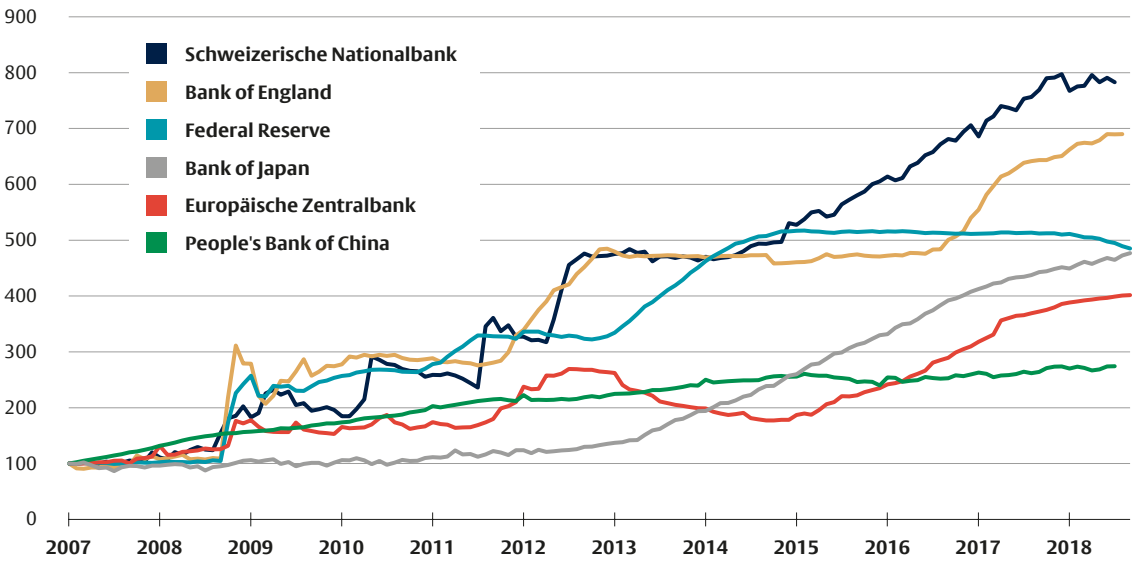
Der TÜV allein reicht unseres Erachtens nicht aus. Eigentlich sollte das Thema Nachhaltigkeit eine Selbstverständlichkeit für jeden Investor sein. Nur muss er das selbst in die Hand nehmen, statt sich hinter den formalen, oft wenig zielführenden Kriterien externer Anbieter zu verstecken.

Nachhaltigkeit muss unseres Erachtens viel holistischer betrachtet werden, im Rahmen eines Weltbildes. Wie nachhaltig ist die Geldpolitik der Notenbanken beispielsweise (vgl. Grafik links)? Oder wie nachhaltig ist der Euro (vgl. Grafik rechts)?

Bedeutsam ist das Thema nicht zuletzt auf der Mikroebene. Wie nachhaltig ist ein Unternehmen, vor allem dessen Management? Ein Vorstandsvorsitzender, der unternehmerisch denkt (also langfristig und wie ein Eigentümer), wird die knappen Ressourcen des Unternehmens, das er als sein „eigenes“ versteht,

WIE NACHHALTIG IST DIE NOTENBANKPOLITIK?

Notenbankbilanzsummen im Vergleich (indexiert auf Januar 2007 = 100)



Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Quellen: Thomson Reuters, Flossbach von Storch, Stand: 12. September 2018

WIE NACHHALTIG IST DER EURO?

Kriterien für einen optimalen Währungsraum: aus unserem Halbjahresbericht 2011

Ist die Eurozone ein zu heterogener Währungsraum?

Flexible Arbeitsmärkte	●	● ○
Freie(r) Warenverkehr/ Kapitalmärkte	●	●
Einheitliche Fiskalpolitik	●	○
Ähnliche Inflationsraten	●	○
Inhärentes Kulturverständnis	●	○
Solidarität	●	○

Quelle: Flossbach von Storch, Stand: 8. Juli 2011



bestmöglich einzusetzen versuchen. Er wird das Wohl und die Wünsche seiner Kunden ebenso im Blick haben wie die seiner Mitarbeiter. Er wird sich nicht zuletzt seiner sozialen und ökologischen Verantwortung bewusst sein, weil er weiß, dass er andernfalls die Zukunftsfähigkeit des Unternehmens gefährden würde. Er denkt wie ein guter Kaufmann, um das Thema mit etwas Folklore aufzuladen.

IST DER CHEF EIN TALKSHOW-KÖNIG?

Ein gutes Unternehmen erkennen Investoren also nicht allein an den Zahlen, die in der Bilanz stehen, sondern auch an den Personen, die das Unternehmen leiten. Hat das Management das langfristige Wohl der Firma im Blick oder eher den eigenen Geldbeutel? Sind die Vorstände verlässlich und haben die

Interessen der Eigentümer im Blick oder sind Talkshows ihre bevorzugte Bühne? Investoren sollten sich diese Fragen stellen, bevor sie Aktien eines Unternehmens kaufen. Auch das hat unseres Erachtens mit nachhaltigem Investieren zu tun.

Kaum ein Fondsmanager versäumt es, die Bedeutung der Unternehmensqualität als wichtiges Auswahlkriterium für die Aktien seines Portfolios hervorzuheben. In diesem Zusammenhang weist er dann gewöhnlich auf messbare Größen aus der Bilanz eines Unternehmens hin, etwa die Gewinnmargen, das Gewinnwachstum oder den Cashflow. Hinzu kommt der Schutzwall. Er umfasst Patente/Lizenzen, Netzwerkeffekte, Kostenvorteile, Technologieführerschaft, Wechselkosten und die Marken

eines Unternehmens. Er ist, vereinfacht ausgedrückt, eine Art Abwehrschirm gegen Konkurrenten. Im Fußball würde man von einer kompakt stehenden Viererkette sprechen mitsamt erstklassigem Torwart. Das allein reicht aber nicht aus. Es bedarf einer Gesamtstrategie: die passende Aufstellung, Positionszuordnung, Taktik und Motivation. Eine funktionierende Mannschaft ist mehr als die Summe ihres „Spielermaterials“.

Ähnliches gilt für Unternehmen. Die Qualität des Managements bestimmt langfristig den Unternehmenswert. Nicht selten wird die Beurteilung aber auf Fachkompetenz und Berufserfahrung der Manager reduziert; nach unseren Erfahrungen reicht das nicht aus. Das Topmanagement, insbesondere der Vorstandsvorsitzende, trägt letztlich die Verantwortung für die Kultur im Unternehmen und dessen langfristige Strategie. Gerade in Zeiten extrem niedriger Zinsen und vergleichsweise geringer Wachstumsraten ist es entscheidend für den Unternehmenserfolg, das verfügbare Kapital bestmöglich einzusetzen.

EIN MANAGER SOLLTE WIE DER EIGENTÜMER HANDELN

Nachhaltiges Wirtschaften und eine sinnvolle Verteilung der Ressourcen sind die wichtigsten Kriterien für ein langfristig erfolgreiches Unternehmen, das sich nicht dem Quartalsdenken von Analysten und kurzfristig orientierten Anlegern unterwerfen sollte.

Idealerweise handelt ein Manager wie ein Eigentümer. Seine Interessen sollten mit denen der Aktionäre übereinstimmen, wobei wir unterstellen, dass die Aktionärsinteressen nachhaltig, also langfristiger Natur sind. Dies spricht für inhabergeführte Unternehmen oder Unternehmen, bei denen der Gründer oder dessen Familie als Großaktionäre den Vorstand kontrollieren. Ein Vergleich der Aktienkursentwicklung zweier Unternehmen aus der gleichen Branche scheint dies zu bestätigen. Nennen wir die Unternehmen doch der Einfachheit halber Unternehmen A und Unternehmen B.

Unternehmen A besitzt einen langfristig ausgerichteten Großaktionär, eine Familie, die mehr als 40 Prozent der Anteile hält. Die Familie achtet auf eine nachhaltige Unternehmenspolitik und schützt das Management vor dem Einfluss kurzfristig denkender Aktionäre und Analysten.

WIE MAN MILLIARDEN VERSENKT ...

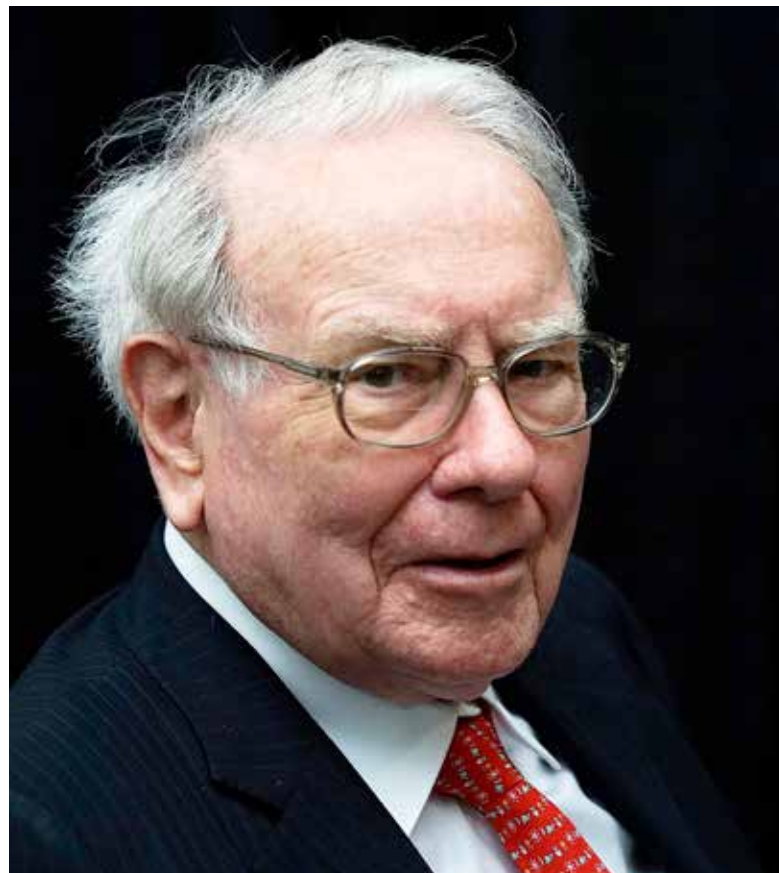
Unternehmen B dagegen litt lange Zeit unter einer nicht zu verleugnenden Diskrepanz zwischen Management- und Aktionärsinteressen. Eine teure Übernahme in den 1990er Jahren (damals offiziell als Fusion deklariert) kostete die Aktionäre fast 30 Milliarden US-Dollar. 2007 wurde die Fusion dann gewissermaßen rückabgewickelt – der Verkaufserlös damals: 7,2 Milliarden US-Dollar. Von dem Geld wurden dann 100 Millionen eigene Aktien zurückgekauft, zum Kurs von 62 Euro je Stück. Als dann die Finanzkrise voll durchschlug, sah sich das Unternehmen genötigt, eine Kapitalerhöhung durchzuführen – 100 Millionen „neue“ Aktien wurden platziert, je 20 Euro pro Anteilsschein. Unter dem Strich stand also ein weiterer Verlust von 4,2 Milliarden Euro!

Dass Aktionäre von Unternehmen B in den vergangenen 20 Jahren ihr Kapital trotzdem verdreifacht haben (inklusive Dividenden), spricht für die starke Marke des Herstellers – und möglicherweise für den Erkenntnisgewinn des Managements, sich auf seine Kernkompetenzen zu besinnen.

Schaut man auf die Erträge der Aktionäre von Unternehmen A, deren Einsatz sich im selben Zeitraum verzweifacht hat, ist das aber nur ein schwacher Trost. Der Vergleich beider Unternehmen erhebt nicht den Anspruch allgemeiner Gültigkeit, zeigt aber sehr wohl, wie wichtig gemeinsame Interessen von Management und Eigentümern für den langfristigen Unternehmenserfolg sind.

Da viele Unternehmen nicht über langfristig denkende Ankerinvestoren verfügen, müssen die (aktiven) Aktionäre dafür sorgen, dass die Anreize des

Managements im Sinne des Unternehmens sind. Der Vorstandschef muss morgens zwar nicht vor Freude tanzend zur Arbeit kommen, wie es Warren Buffett für sich einmal beschrieben hat („I enjoy what I do, I tap dance to work every day“). Ohne Passion, Selbst-motivation und die Fokussierung auf die nachhaltigen Unternehmensziele kann allerdings kein Manager gut sein. Machtstreben und persönlicher Geltungsdrang (der sich im letzten Stadium sogar in Form einer „Talkshow-Sucht“ manifestieren kann) sind Charaktereigenschaften eines Managers, die zu erheblichen Qualitätsabstufungen eines ansonsten guten Unternehmens führen können.



Warren Buffett. Der ehemalige Schüler Benjamin Grahams und Gründer der Investmentgesellschaft Berkshire Hathaway gilt als einer der erfolgreichsten Value-Investoren.

DAS ERFOLGSREZEPT VON WARREN BUFFETT

Der Erfolg von Warren Buffett, dessen Investmentholding Berkshire Hathaway heute mit einem Börsenwert von rund 480 Milliarden Dollar zu den wertvollsten Unternehmen der Welt zählt, basiert vor allem auf der richtigen Beurteilung der Managementqualität. Dem Anreizsystem des Managements misst auch er eine besondere Bedeutung bei: „Show me the incentives and I show you the outcome.“

Im Finanzbereich beispielsweise haben Fehlanreize der Protagonisten nicht nur die Aktionäre viel Geld gekostet, sondern ganze Staaten in den Abgrund gerissen. Der Grund dafür: Es gibt kaum eine Branche, in der die Interessen des Managements und der Eigentümer so weit auseinanderliegen wie bei den Banken.

Da die Höhe der Boni vor allem von den erzielten Eigenkapitalrenditen abhängt, ist es kaum verwunderlich, dass viele Banken große Bilanzsummen ausweisen, das Eigenkapital allerdings äußerst gering ist.

Die Kombination aus hohem Risiko und kleinem Eigenkapitalpuffer ist dann gefährlich, wenn etwas schief läuft. Da die Verantwortlichen nicht für etwaige Verluste haften müssen, erhöht das die Wahrscheinlichkeit, dass irgendwann irgendetwas schief läuft. Dass sich daran etwas ändert, ist nicht zu erwarten – es fehlen langfristig orientierte Aktionäre, die die Bankmanager effektiv kontrollieren.

HOHES RISIKO BEDEUTET NICHT ZWINGEND HÖHERE ERTRÄGE

Wenn die Eigenkapitaldecke schmilzt oder das Regelwerk höhere Eigenkapitalquoten vorschreibt, müssen Banken ihr Kapital durch Ausgabe neuer Aktien erhöhen – meist zu Lasten der Altaktionäre. Die historische Entwicklung von Bankaktien verdeutlicht, dass hohes Risiko auch langfristig nicht mit hohen Erträgen gleichzusetzen ist. Sie ist ein Spiegelbild der falschen Anreizstrukturen dieser Branche.



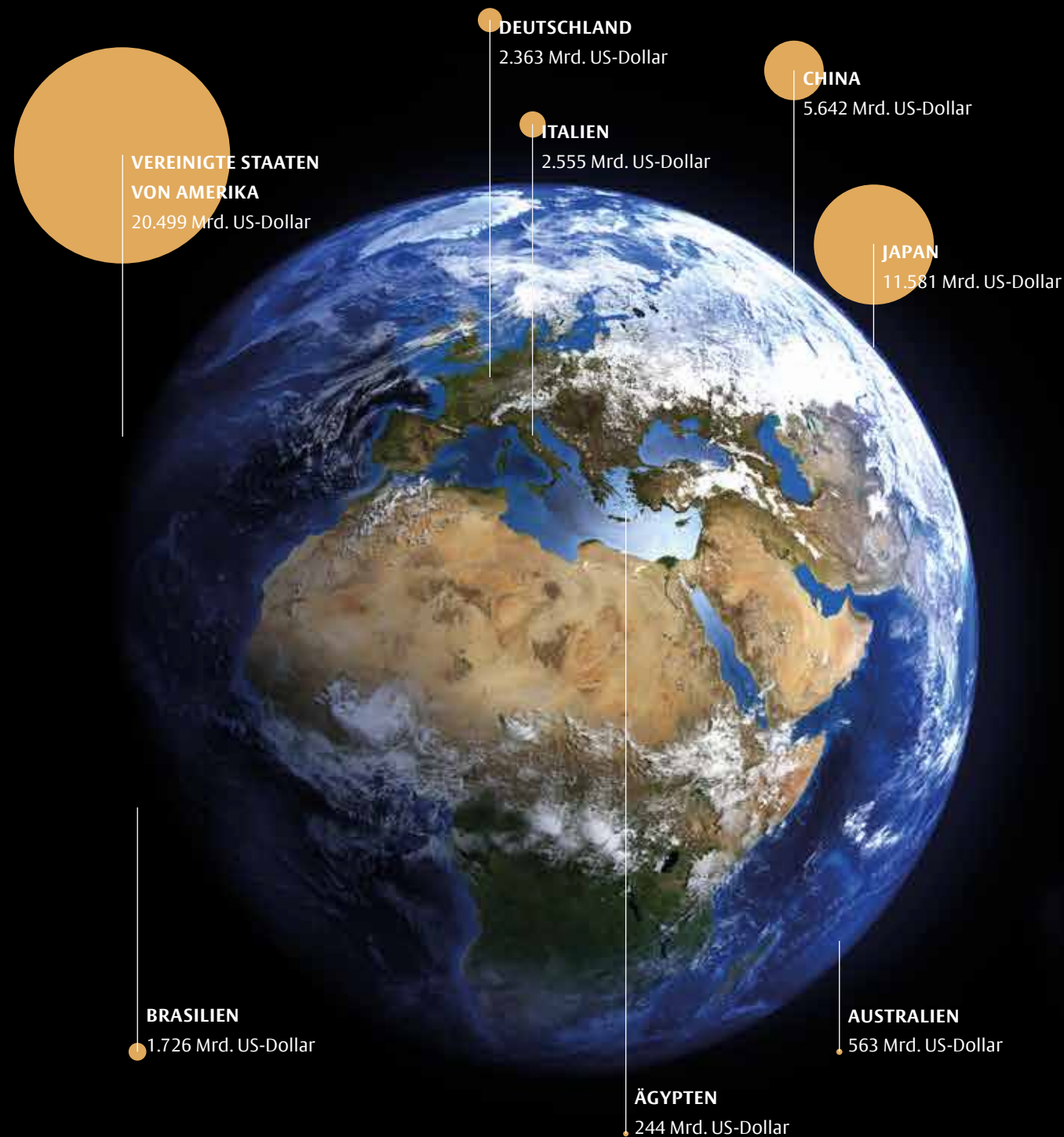
Sinnvolle Anreizstrukturen, die eine langfristige Interessenidentität von Management und Eigentümern gewährleisten, sind also ein entscheidender Qualitätsfaktor eines Unternehmens. Falsche Anreizsysteme können sich verheerend auf ein Unternehmen auswirken. Sie nur bei Banken zu suchen, wäre zu einfach, wenngleich die Gefahr wegen der potenziell höheren Risiken der Branche und der eher niedrigen Eigenkapitalquoten hier besonders groß ist.

Ein Problem sind auch die nicht selten überzogenen Aktienkompensationspläne des Managements. Besonders häufig findet man dergleichen bei US-amerikanischen Technologieunternehmen. Auch wenn es durchaus im Sinne der Eigentümer ist, das Ma-

nagement am Unternehmenserfolg zu beteiligen, müssen die für die Zuteilung von Aktien und Optionen erforderlichen Kriterien langfristigen Charakter haben und ambitioniert genug sein, um nicht als Selbstbedienung zu gelten.

Ähnliches gilt für die Pensionsleistungen. Hohe Pensionen entsprechen eher einer Vollkaskomentalität denn unternehmerischem Denken. Sie lassen sich leicht in den Fußnoten der Jahresberichte verstecken und sind in Europa stärker verbreitet als in den USA. ■

Elmar Peters ist Fondsmanager bei der Flossbach von Storch AG.



Die Welt der Schulden

Was für eine Summe: 65 Billionen US-Dollar. So hoch sind die weltweiten Bruttoschulden der Staaten. Unwahrscheinlich, dass sie jemals wieder getilgt werden. Die Kreativität von Regierungen und Notenbanken ist beachtlich.

Der Titel des Schuldenweltmeisters geht an die USA. Die größte Volkswirtschaft der Welt steht mit 20,5 Billionen US-Dollar in der Kreide. Das zeigt die Statistik des Internationalen Währungsfonds (IWF). Tendenz steigend. Dafür werden wohl das mittlerweile höhere Zinsniveau und die Steuerreform von Donald Trump sorgen.

Der größte Gläubiger der USA ist die eigene Notenbank. Sie besitzt aktuell Schuldtitel in Höhe von 2,3 Billionen US-Dollar. Peu à peu sinkt der Bestand im Zuge einer restriktiveren Notenbankpolitik. Auch wenn der Schuldenstand der USA manchen unheimlich erscheinen mag – das

Land gilt als guter Schuldner. Mit der Note „Triple A“ beurteilen Ratingagenturen eine Top-Kreditwürdigkeit wie die der USA.

Erfindungsreichtum ist gefragt, wenn es darum geht, die Staaten bei Kasse zu halten. Ein Beispiel dafür ist Italien. Das Land ist mit rund 132 Prozent des Bruttoinlandsproduktes (BIP) verschuldet. Das ist doppelt so hoch wie in Deutschland – und liegt laut IWF über dem Anteil von Krisenländern wie Argentinien oder der Türkei.

Kein Problem. Italien ist Mitglied der Eurozone. Das erklärte Ziel der Europäischen

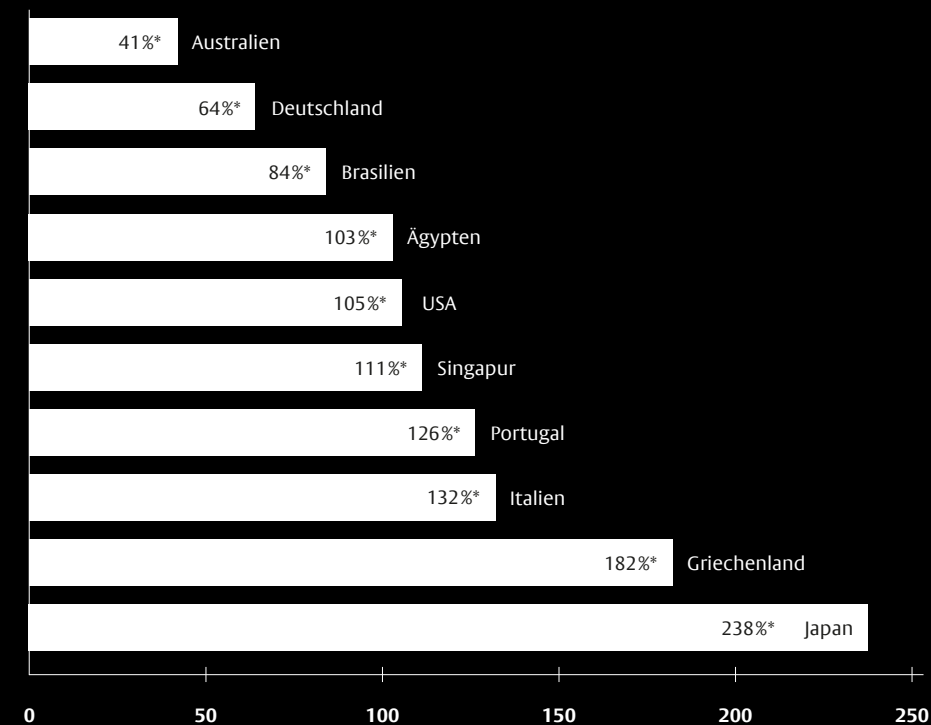
Zentralbank (EZB) ist es, alle Mitglieder im Währungsraum zu halten und den Euro zu erhalten. „Whatever it takes.“ Deshalb greift die EZB massiv in den Anleihenmarkt ein, lässt unter anderem Staatsanleihen kaufen und hält die Zinsen bei null. Wenn die Zinsen stark steigen würden, könnte sie Italien irgendwann wohl nicht mehr bedienen. Das darf nicht passieren, denn dann stünde die Währungsunion auf dem Spiel. Schulden könnten nicht länger mit neuen Schulden finanziert werden.

Noch erfinderischer als in Europa ist man im Land der aufgehenden Sonne. Japan ist mit 11,6 Billionen US-Dollar verschuldet. Das ist doppelt so viel wie im sehr viel größeren China – wenn man die hohe Verschuldung der vielen staatsnahen chinesischen Unternehmen nicht berücksichtigt. Japan ist Schuldenweltmeister, zumindest in Bezug zur Wirtschaftsleistung. 238 Prozent vom BIP – kein anderes Land hat eine so hohe Staatsschuldenquote.

Aber bereits 44 Prozent der japanischen Staatsanleihen liegen in den Beständen der Bank of Japan (BoJ). Japan schafft sich damit ein Perpetuum mobile der Staatsfinanzierung. Die BoJ bestimmt ein „angemessenes“ Renditeniveau japanischer Staatsanleihen, kann den Staat zu selbst vorgegebenen Konditionen finanzieren und die Zinserträge als Notenbankgewinne an den eigenen Schuldner ausschütten. ■

BIS ANS LIMIT

Bei Krediten kommt es nicht nur auf die Höhe, sondern auf die Wirtschaftskraft des Schuldners an



Quelle: Internationaler Währungsfonds, Flossbach von Storch, Stand: 9. Oktober 2018

*Staatsschulden des Bruttoinlandsprodukts.

Tobias Schafföner und Julian Marx sind Analysten bei der Flossbach von Storch AG.



Wie lange noch?

Italien und seine Schulden, die Türkei und ihre Lira, der Handelsstreit zwischen den USA und dem Rest der Welt sowie die nicht enden wollenden Diskussionen um den Brexit. Krisenherde gibt es genug. Sie alle zusammen trüben die Stimmung. Hinzu kommt, dass der aktuelle Wirtschaftsaufschwung schon jetzt zu den längsten in der Geschichte gehört. Und irgendwann zu Ende sein wird. Der Crash stehe kurz bevor, sagt manch Untergangsprophet. Zu Recht?

BERT FLOSSBACH

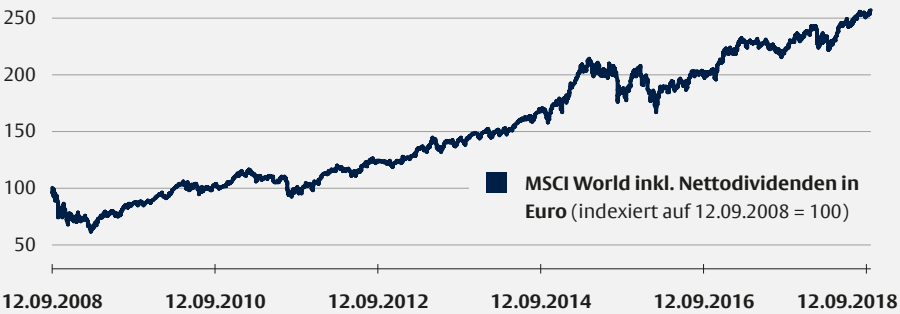
Dazu eines vorab: Wenn ich mich heute entscheiden müsste (der Singular reflektiert die persönliche Meinung des Autors), einen großen Betrag für mindestens zehn Jahre in nur einer einzigen Anlageklasse investieren zu müssen, würde ich Aktien wählen. Wobei ich einschränkend hinzufügen würde: Aktien von Unternehmen mit nachhaltigen Geschäftsmodellen und einem unternehmerisch denkenden Management.

Der langfristige Kurschart des weltweiten Aktienindex MSCI World (vgl. Grafik S. 18)

zeigt, warum. Die Kurve präsentiert zwei Botschaften – erstens: Aktien schwanken mitunter stark, da sie anders als Immobilien täglich bewertet werden und die Kurse nicht nur Fakten widerspiegeln, sondern auch den Pessimismus und Optimismus der Anleger, also deren Stimmungen. Und zweitens: Aktien, die ja nichts anderes sind als Anteile am Produktivvermögen, belohnen ihre Inhaber mit laufenden Erträgen in Form von Dividenden – und, wenn die Aktionäre geduldig sind und ihre Unternehmen sorgsam ausgewählt haben, mit langfristigen Wertzuwächsen.

DIE „LEHMAN-PLEITE“ FEIERT IHR ZEHNJÄHRIGES JUBILÄUM

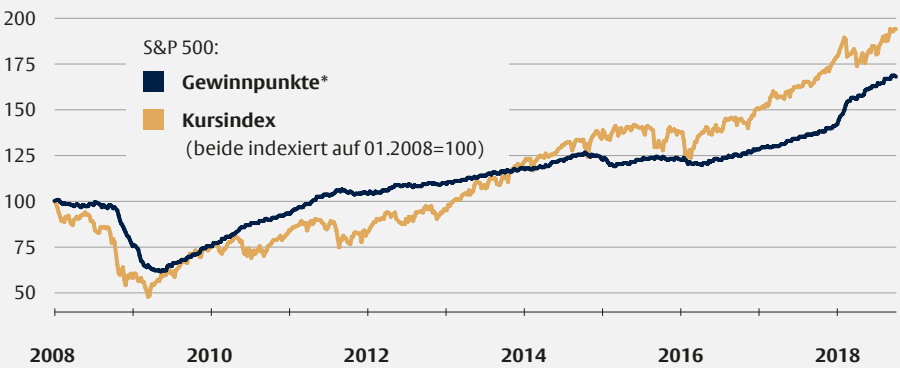
Was wäre, wenn Sie einen Handelstag vor der Pleite in den MSCI World investiert hätten?



Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Quellen: Thomson Reuters, Flossbach von Storch, Stand: 4. Oktober 2018

WIE NACHHALTIG IST DIE US-AKTIENRALLY?

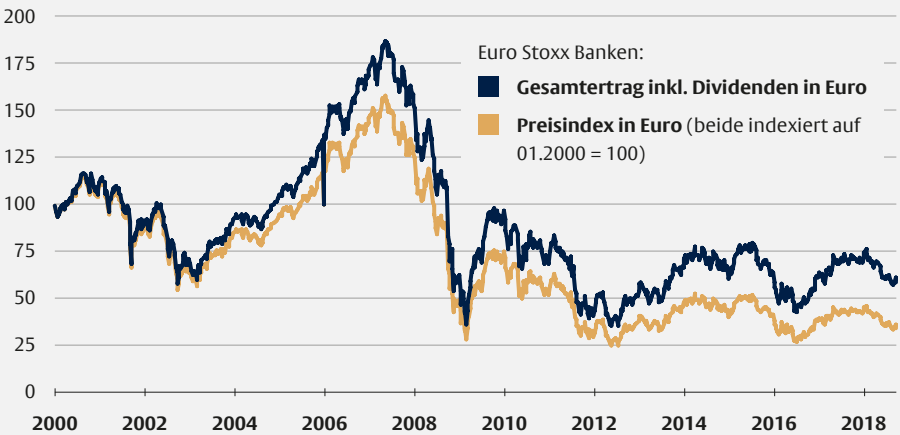
Entwicklung der Unternehmensgewinne und der Aktienkurse (S&P 500)



*Auf Basis der für die nächsten 12 Monate erwarteten Gewinne.
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Quellen: Thomson Reuters, Flossbach von Storch, Stand: 4. Oktober 2018

NICHT ROBUST = NICHT NACHHALTIG

Kursentwicklung europäischer Bankaktien



Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Quellen: Bloomberg, Flossbach von Storch, Stand: 4. Oktober 2018

DIE NOTENBANKEN KÖNNEN NICHT SO, WIE SIE VIELLEICHT WOLLEN

Die zum Teil deutlichen Kursrückschläge an den Finanzmärkten ändern daran nur wenig, solange die Wirtschaft nach einer Rezession wieder Tritt fasst, was bislang immer der Fall war. Nur wenn Inflation und Zinsen sehr stark zulegen, ohne dass die Wirtschaft kräftig wächst, kann es zu einer längeren Durststrecke für Aktionäre kommen – wobei sie dann auch für die Inhaber von Anleihen sehr schmerzhaft wäre.

Eine solche Stagflation erwarten wir nicht, und selbst wenn sie käme, könnten die Notenbanken die Zinsen nicht mehr so stark erhöhen wie früher. Sie würden sonst vielen Schuldnern die Luft zum Atmen nehmen. Ob die nächsten zehn Jahre an den Aktienmärkten genauso gut werden wie die vergangenen, sei dahingestellt. Die magere Rendite anderer Anlagen und die anhaltende Niedrigzinspolitik sprechen aber, wie wir finden, zumindest dafür, dass Aktien in diesem Zeitraum deutlich besser als Anleihen abschneiden. Das über dem langjährigen Durchschnitt liegende Bewertungsniveau lässt für die Zukunft aber etwas niedrigere Renditen für Aktienanlagen erwarten.

US-AKTIE HÖHER BEWERTET ALS EUROPÄISCHE

Nehmen wir die gesamte Welt zum Maßstab, zeigen sich deutliche Bewertungsunterschiede. In den USA beispielsweise ist die durchschnittliche Bewertung von Aktien vor allem aufgrund der starken Gewinndynamik der US-Technologie-

unternehmen deutlich höher als an den Börsen der anderen entwickelten Länder. Während das durchschnittliche Kurs-Gewinn-Verhältnis in den USA 17 beträgt, liegt der Wert in Europa und Japan bei etwa 14 (jeweils für die in den kommenden zwölf Monaten erwarteten Gewinne).

Die Grafik links (Wie nachhaltig ist die US-Aktienrally?) verdeutlicht, dass die Kursgewinne am breiten US-Aktienmarkt (S&P 500) durch den Anstieg der Unternehmensgewinne untermauert sind. Nachdem der Aktienmarkt bis 2013 der Entwicklung

der Unternehmensgewinne hinterherlief und die Bewertung deshalb sehr niedrig war, hat sich das Bild seit Anfang 2014 gewandelt. Seither sind die Kurse um 59 Prozent und die Unternehmensgewinne um 44 Prozent gestiegen. Drei Viertel des Kursanstiegs seit 2014 sind also auf den Anstieg der Unternehmensgewinne zurückzuführen, wobei die US-Steuerreform nicht unwesentlich zum Gewinnwachstum beigetragen hat. Ein Viertel des Kursanstiegs ist dem Anstieg der Bewertung geschuldet.

Die höhere Bewertung in den USA ist aber nicht das Ergebnis fallender Zinsen; seit 2014 ist der US-Leitzins von 0 auf 2,25 Prozent gestiegen, und auch die Renditen von Staatsanleihen sind heute höher als 2014 (bei Laufzeiten bis zehn Jahren).

Wenn die Bewertung von Aktien steigt, sinkt die Gewinnrendite (der Unternehmensgewinn geteilt durch den Börsen-

wert). Wenn die Rendite von Staatsanleihen steigt, fällt der als Risikoprämie bezeichnete Renditeaufschlag von Aktien gegenüber Staatsanleihen.

FOKUS AUF LANGFRISTIGE ERTRAGSPOTENZIALE

Aktuell liegt die Gewinnrendite mit 5,9 Prozent noch 2,8 Prozentpunkte über der Rendite von Staatsanleihen. Das ist zwar weniger als im Durchschnitt der vergangenen zehn Jahre – und liegt deutlich unter den Spitzenwerten von sechs oder gar sieben Prozent –, ist aber höher als in den

20 Jahren zuvor. In den 1990er Jahren war die Bewertung von Aktien in etwa auf dem heutigen Niveau, das Zinsniveau lag aber deutlich höher. Solange die US-Wirtschaft und die Unternehmensgewinne wachsen, sind moderat höhere Zinsen kein großes Risiko für den Aktienmarkt. Eine Rezession allerdings schon.

Rezessionen lassen sich aber nicht vorhersehen. Das hat die Finanzkrise 2008/2009 eindrucksvoll gezeigt. Trotzdem wird der kurzfristigen Konjunktur-entwicklung an den Finanzmärkten viel Beachtung geschenkt. Statt sich permanent den Kopf über die nächste Rezession und die kurzfristigen Perspektiven des Aktienmarktes zu zerbrechen, ergibt es sehr viel mehr Sinn, sich auf das langfristige Ertragspotenzial nachhaltig erfolgreicher Unternehmen zu konzentrieren.

Beispielhaft sei hier die Kurs- und Dividendenentwicklung einer unserer Port-

foliowerte aufgeführt. Der US-Pharma- und Medizintechnikhersteller hat in den vergangenen 60 Jahren – also über zwei Generationen – die Dividende nur einmal gesenkt und seit 1963 ununterbrochen erhöht. Die Aktie hat sich in diesem Zeitraum mehr als vertausendfacht, was einem jährlichen Kursgewinn von 12,7 Prozent entspricht. Dieses eindrucksvolle Beispiel für nachhaltig erfolgreiches Wirtschaften ist weder als Anlageempfehlung noch als Garantie für zukünftigen Anlageerfolg zu verstehen. Es unterstreicht aber, wie unbedeutend kurzfristige Börsentrends für langfristigen Anlageerfolg tatsächlich sind.

Im Gegensatz dazu steht eine Branche, der das Attribut „robust“ nicht unbedingt auf den Leib geschneidert ist. Riskante Geschäftsmodelle, Fehlanreize, kurzfristiges Gewinnstreben und zu wenig Eigenkapital haben Banken in den vergangenen Jahrzehnten zur Antithese von Nachhaltigkeit werden lassen, sehr zum Leidwesen aller Betroffenen, insbesondere ihrer Mitarbeiter und bedauernswerten Aktionäre (vgl. Grafik links unten). ■

Dr. Bert Flossbach ist Gründer und Vorstand der Flossbach von Storch AG.

„Die EZB kommt da nicht raus“

Zehn Jahre Lehman-Brothers-Pleite bedeuten zehn Jahre Finanz- und Schuldenkrise. Ausgerechnet zu diesem Jubiläum rückt die Haushaltspolitik Italiens in den Fokus der Investoren – und ruft damit die EZB auf den Plan. Im Interview spricht Bert Flossbach über die zunehmenden Risiken der Notenbankpolitik und was das langfristig für die Eurozone bedeuten könnte.

Herr Flossbach, gut zehn Jahren ist es her, dass Lehman Brothers pleiteging – was lässt sich heute daraus ableiten?

Flossbach: Die Lehman-Pleite war ein Lehrbeispiel für fehlende Nachhaltigkeit.

Nachhaltigkeit, das neue Lieblingswort der Finanzindustrie, da ist es ...

Nachhaltigkeit ist ein Wiesel-Wort, eine Worthülse, das wissen wir. Es muss mit Inhalt gefüllt werden. Für uns bedeutet nachhaltig: dauerhaft, beständig, stabil, zukunftsfähig und langfristig. Als aktiver, langfristig denkender Investor ist Nachhaltigkeit ein Wesensmerkmal unserer Investmentphilosophie – und eben keine plumpe Marketing-Strategie.

Und was haben Lehman und die Finanzkrise denn mit Nachhaltigkeit zu tun?

Weder die vergebenen Hypothekendarlehen waren damals nachhaltig noch die Ratings, mit denen die vielen neu geschaffenen Anlageprodukte versehen wurden. Die Geschäftspolitik der Banken war es auch nicht.

Warum war sie das nicht?

Weil es den Banken – besser: ihren Managern – zuallererst um den schnellen Gewinn ging. Das hat ihnen den Blick auf die Risiken, sowohl für die eigene Bilanz als auch die Kunden, verstellt. Im Übrigen ist auch die folgende Bankenrettung nicht nachhaltig gewesen.

Aber die Banken stehen heute deutlich stabiler da als vor einigen Jahren ...

Tun sie das? Ich würde dem widersprechen. Zumindest wenn wir über die europäischen Institute reden. Viele von ihnen leiden heute noch massiv unter den Folgen der Krise! Die Niedrigzinspolitik gefährdet ihr Geschäftsmodell. Ohne Zins keine Zinsmarge, keine Zinserträge.

Wie nachhaltig sind denn die Staatsfinanzen, die von Italien beispielsweise?

Italien hat Schulden in Höhe von 2,3 Billionen Euro. Das entspricht 132 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP), also der gesamten Wirtschaftsleistung. 2019 muss das Land fällig werdende Anleihen

und Zinszahlungen in Höhe von mindestens 300 Milliarden Euro aufbringen. Hinzu kommt, dass die Regierung mit einer Neuverschuldung von 2,4 Prozent des BIP plant, rund dreimal so viel wie ursprünglich veranschlagt, so der Haushaltsentwurf denn Bestand hat. Die zugrunde liegenden Wachstumsannahmen sind übrigens relativ optimistisch, die Neuverschuldung dürfte also in Wahrheit noch höher ausfallen. Alles in allem ist Italien also kein besonders gutes Beispiel für nachhaltige Haushaltspolitik. Zumal sich die Frage stellt, woher die benötigten Kredite kommen sollen ...

Und woher?

Die meisten Anleihen liegen bei den italienischen Banken und Versicherungen. Italienische Staatsanleihen gelten offiziell als risikolos. Banken müssen also kein Eigenkapital dafür hinterlegen. Die vergangenen Monate, der zeitweise deutliche Anstieg der Renditen, haben aber gezeigt, dass die Anleihen eben nicht ohne Risiken sind. Darunter haben auch





die Bankaktien gelitten – rund 30 Prozent haben die Kurse italienischer Institute seit Mitte April verloren. Ihr Appetit auf weitere Staatsanleihen dürfte bis auf weiteres begrenzt sein.

Was ist mit ausländischen Investoren?

Auch sie dürften kaum bereit sein, ihr Engagement deutlich auszubauen. Selbst wenn die Renditen mit zehnjähriger Laufzeit von derzeit 3,3 Prozent noch weiter stiegen und damit die Anleihen interessanter machten, würde das vermutlich nicht ausreichen, um den Bedarf zu decken.

Aber warum? Beim aktuellen Zinsniveau sind mehr als drei Prozent durchaus attraktiv.

Aber nicht solange die Regierung nicht bereit ist, mehr Haushaltsdisziplin walten zu lassen und gleichzeitig aufgeschobene Strukturreformen anzugehen. Angesichts der jüngsten Äußerungen einiger Regierungsmitglieder, die ihre Wähler nicht mit neuen Sparprogrammen dupleiren wollen, sondern einen „Haushalt des Volkes“ fordern, ist das kaum zu erwarten.

Aber wer bleibt dann als Geldgeber noch übrig?

Die EZB hat den Schwarzen Peter. Sie muss weiterhin die Retterin der letzten Instanz spielen. Ob sie will oder nicht. Sie kommt da nicht raus.

Wobei die angekündigt hat, ihre Geldpolitik Schritt für Schritt normalisieren zu wollen – ab 2019 sollen keine zusätzlichen Anleihen mehr gekauft werden. Wie passt das zusammen?

Gar nicht. Sie muss von ihrem Ziel abrücken – oder garantieren, dass der Risikoaufschlag für italienische Staatsanleihen

einen bestimmten Wert nicht übersteigt. Einen Deckel. Whatever it takes. Das Versprechen von EZB-Chef Mario Draghi gilt nach wie vor.

Also wird es keine Normalisierung geben?

Die EZB hat die Wahl: Entweder sie normalisiert ihre Geldpolitik, oder sie hält Italien im Euro und rettet damit die Gemeinschaftswährung. Beides zusammen geht leider nicht.

Aber wie lange lässt sich eine Währungsgemeinschaft wie die Eurozone auf diese Weise zusammenhalten?

Das ist die große Frage – und niemand kann sie beantworten. Die 1865 gegründete Lateinische Münzunion, der als Vertragsmitglieder Frankreich, Italien, Belgien, die Schweiz, später Griechenland und Belgisch-Kongo angehörten, hielt faktisch immerhin bis 1914. 1926 wurde sie formal aufgelöst.

Also geben Sie dem Euro insgesamt mindestens 49 Jahre. Blieben also noch mehr als 30 ...

Ich halte das für sehr unwahrscheinlich.

Kommen wir nochmal zum Ursprung zurück, zur Finanzkrise. War die Politik des billigen Geldes in der Rückschau die richtige Therapie?

Die Tiefzinspolitik war zweifellos die richtige Therapie, um 2008 das Finanzsystem zu stabilisieren und die Wirtschaft möglichst schnell wieder in Schwung zu bringen. Die Notenbanken haben den Politikern damit Zeit gekauft, um notwendige Strukturreformen auf den Weg zu bringen – heute müssen wir konstatieren: Diese Zeit wurde nicht oder zumindest nicht ausreichend genutzt. Heute zeigen

sich vor allem die Nebenwirkungen der Politik des billigen Geldes.

Worauf spielen Sie an?

Die Nullzinspolitik hat zu einer schleichenden Zombifizierung der Wirtschaft und einer gefährlichen Abhängigkeit von den sehr niedrigen Zinsen geführt.

Was genau verstehen Sie unter Zombifizierung?

Der Nullzins hält Unternehmen am Leben, die eigentlich längst pleite wären. Und er erhöht die Bereitschaft der Banken, bestehende Kredite zu verlängern, weil es aus ihrer Sicht keine attraktiveren Alternativen dazu gibt. Hinzu kommt, dass eine Kündigung der Kredite zu Abschreibungen führen würde – angesichts der angespannten Ertragslage werden die Banken das tunlichst vermeiden. Also wird ein Kredit im Zweifel lieber verlängert und so das Ende eines wenig erfolgreichen Unternehmens immer weiter hinausgezögert.

Aber wo genau ist das Problem?

Zombies saugen Kapital ab, das dann an anderer Stelle, etwa zur Finanzierung zukunftsfähigerer Unternehmen und Ideen, fehlt. Produktivitäts- und Wirtschaftswachstum sinken langfristig. In Japan lässt sich genau das seit langem beobachten. Nun breitet sich das Virus auch in Europa aus.

Vielen Dank für das Gespräch.

Dr. Bert Flossbach ist Gründer und Vorstand der Flossbach von Storch AG.

Wunsch und Wirklichkeit

Der Zins ist nahe der Nulllinie zementiert. Die Vermögenspreise haben in den vergangenen Jahren bereits deutlich zugelegt. Welche Renditen kann ein Anleger in diesem Umfeld in Zukunft erwarten?

VON STEPHAN FRITZ

Beginnen wir mit der tristen Wahrheit: Die fetten Jahre sind unseres Erachtens vorbei. Wer glaubt, er könne heute ohne Risiken üppige Renditen erzielen, liegt falsch. Die Zeiten haben sich geändert – die Zinsen bleiben vermutlich noch lange vergleichsweise niedrig. Auch wenn es schwerfällt: Investoren, professionelle und privat Anleger gleichermaßen, kommen nicht umhin, ihre Renditeerwartungen dem Umfeld anzupassen.

Eine realistische Erwartungshaltung an eine Geldanlage ist deshalb wichtiger denn je. Sie beugt Enttäuschungen vor und verhindert letztlich, dass Anleger ihre finanziellen Ziele verfehlen, nur weil ihnen völlig überzogene Annahmen zugrunde lagen.

Früher, das heißt, bevor die Notenbanken damit begonnen haben, den Zins abzuschaffen, waren erstklassige Anleihen der Anker eines jeden gemischten Portfolios. Insbesondere erstklassige Staatsanleihen. Sie verliehen ihm Stabilität, weil ihre Kurse stabil blieben, wenn es am Aktienmarkt nach unten ging. Die stetigen Zinszahlungen waren zudem eine Art natürlicher Renditesockel. Rund fünf bis sieben Prozent Rendite galten für ein defensives (weil größtenteils aus Anleihen bestehendes) Mischportfolio durchaus als eine realistische Größe.

ERSTKLASSIGE STAATSANLEIHEN FALLEN ALS VERLÄSSLICHE RENDITEBRINGER AUS
Den Renditesockel haben die Notenbanker aber längst weggestemmt. Geblieben ist eine Anlageklasse, die unseres Erachtens nicht mehr uneingeschränkt als Anker und verlässlicher Renditebringer taugt. Anleihen müssen im Rahmen der

Anleger kommen nicht umhin, ihre Renditeerwartungen dem Umfeld anzupassen.

Asset-Allokation, der Zusammenstellung eines Portfolios, neu bewertet werden. Nehmen wir die Papiere erstklassiger Emittenten, Bundesanleihen beispielsweise: Bei den aktuellen Kursen und Renditen ist das Risiko, mit ihnen Verluste zu erleiden, unseres Erachtens größer als ein weiterer Kursanstieg. Den Zinskupon können Anleger im Falle von Bundesanleihen ohnehin (fast) vergessen.

Bleiben wir bei dem Beispiel der Bundesanleihen: Wenn der Renditebeitrag erstklassiger Anleihen derzeit gerade einmal 0,5 Prozent beträgt, welche Renditeerwartungen an ein gemischtes Portfolio sind dann überhaupt noch realistisch?

Nehmen wir ein ganz einfaches Beispiel, ein Depot, das jeweils zur Hälfte aus erstklassigen Aktien und Anleihen von Top-Emittenten besteht. Der Wertbeitrag der Anleihen beträgt null. Nehmen wir die aktuelle Gewinnrendite der Unternehmen als Maßstab für die zu erwartenden Renditen am Aktienmarkt, dann sind rund sechs Prozent – je nachdem, welche Aktien man auswählt – unseres Erachtens ein relativ realistischer Wert. Einhalb und sechs geteilt durch zwei macht 3,25. 3,25 Prozent Rendite, die unser sehr stark vereinfachtes Musterportfolio realistischerweise im Schnitt pro Jahr langfristig abwerfen könnte. Vor Kosten, Steuern und Inflation. Von den bösen Überraschungen an der Börse, die es von Zeit zu Zeit gibt, mal ganz abgesehen.

Hätte ich auf der Straße zehn Personen nach ihren Renditeerwartungen an ein Portfolio gefragt, das zur Hälfte aus Aktien besteht, die Zahl wäre vermutlich deutlich größer gewesen als die hier beschriebenen drei Prozent. Weil es in der Vergangenheit auch so war. Die Vergangenheit ist aber kein verlässlicher Indikator für die künftige Renditeentwicklung. Oft wecken historische Daten falsche Erwartungen bei Anlegern – und führen nicht selten in die Irre.

HISTORISCHE DATEN FÜHREN IN DIE IRRE

Eines jedenfalls steht unseres Erachtens fest: Anleger, die langfristig auskömmliche Renditen erzielen wollen, kommen nicht umhin, einen signifikanten Anteil ihres Vermögens in Aktien zu investieren – und damit Kursschwankungen zu akzeptieren. Ohne geht es heute leider nicht mehr.

Das große Problem ist, dass die meisten Anleger in Europa, insbesondere in Deutschland, noch immer weit von einer Aktienquote, die annähernd der aus unserem kleinen Beispiel entspricht, entfernt sind. Sehr weit sogar. Was das aktuelle Umfeld für die Renditeerwartungen eines Anlegers bedeutet, der nur zehn oder zwanzig Prozent seines Vermögens in Aktien investiert hat, lässt sich unschwer erkennen: Sie sollten nicht in den Himmel wachsen. ■

Stephan Fritz ist Product Specialist Multi Asset bei der Flossbach von Storch AG.

Gold ist Geld

Die emotionalen Gründe mal beiseitegeschoben: Wer braucht schon Gold!? Seit Jahren dümpelt der Preis um 1.200 US-Dollar je Feinunze herum, ist zuletzt sogar zeitweise darunter gefallen. Also raus aus dem Depot?

PHILIPP VORNDRAN

Die Stimmung bei Gold-Investoren sei so schlecht wie lange nicht mehr, schreiben die Medien. Das Edelmetall habe seinen Glanz verloren. Oder: „Krisenmetall in der Krise“. Natürlich. Wie auch sonst könnte es sein, dass der Goldpreis zeitweise unter die Marke von 1.200 US-Dollar je Feinunze gefallen ist. Trotz der vielen Krisen – in Italien, der Türkei oder Argentinien. Trotz Brexit und Handelskrieg. Warum bloß taugt das Krisenmetall in der Krise nicht mehr? Weil es in Wahrheit gar kein Krisenmetall ist, sondern eine Währung (vgl. Grafik rechts)! Aber der Reihe nach.

Um die Bedeutung von Gold innerhalb einer breit diversifizierten Anlagestrategie beurteilen zu können, lohnt es, sich zunächst mit den Eigenschaften des Edel-

metalls auseinanderzusetzen, also letztlich über die Frage nachzudenken, warum Anleger überhaupt Gold kaufen.

Grundsätzlich gibt es zwei Motive. Fangen wir, entgegen der Gewohnheit, mit dem weniger wichtigen an: der Spekulation. Investoren kaufen das Edelmetall in der Erwartung, es in nicht allzu ferner Zukunft zu höheren Preisen veräußern zu können. Es dient ihnen, etwas technisch ausgedrückt, zur Portfoliooptimierung. Wir nennen es deshalb auch „Performance-“ oder „Spekulationsgold“. Investoren, die Gold aus diesem Grund kaufen, tun dies meist mithilfe von börsengehandelten Goldfonds, sogenannten ETCs. Das geht schnell und unkompliziert. Es fallen keine Kosten für die Lagerung des Edelmetalls an. Kurzum, Spekulationsgold

lässt sich, sollte es nötig sein, innerhalb kürzester Zeit veräußern. Gold als Anlage, um Rendite zu erzielen beziehungsweise die Rendite eines Portfolios zu erhöhen. Ein sehr gut nachvollziehbares Motiv.

Das zweite ist aus unserer Sicht aber das deutlich wichtigere: der Versicherungscharakter. Gold ist die Währung der letzten Instanz. Sie bietet Anlegern einen Schutz gegen die Papiergeldinflation der Notenbanken (vgl. Grafik S. 28). Gold, das aus diesem Grunde – zumeist physisch – erworben wird, nennen wir „Sicherheits-“ oder „Absicherungsgold“. Sein Inhaber schätzt die Funktion als langfristigen Wertspeicher. Gold dient ihm als Absicherungsinstrument vor allem gegen die Risiken des Finanzsystems und andere exogene Schocks; Preisschwankungen sind ihm ge-

wöhnlich egal. Er denkt nicht in Euro oder US-Dollar, sondern in Münzen und Barren, etwas überspitzt formuliert, zugegeben.

Beide Motive sind völlig legitim und können von einem Investor durchaus gleichzeitig verfolgt werden. Absicherungsgold ist strategisch und steht nur in Ausnahmefällen zur Disposition. Spekulationsgold dagegen hat einen taktischen Charakter; im Idealfall gelingt es dem Eigentümer, Positionen frühzeitig, also zu günstigen Preisen aufzubauen – und andersherum

rechtzeitig, bevor die Preise rutschen, zu verkaufen. Dieses Gold ist flüchtig und erhöht die Volatilität (die Schwankungen) des Preises, wirkt also in Phasen, in denen der Preis des Edelmetalls unter Druck gerät, eher trendverstärkend.

Aber was hat all das damit zu tun, dass Gold derzeit nicht – beziehungsweise nicht so sehr – gefragt und sein Preis unter Druck ist? Richten wir dazu unseren Blick nach Europa. Seit dem Versprechen von Mario Draghi, dem Chef der Europäi-

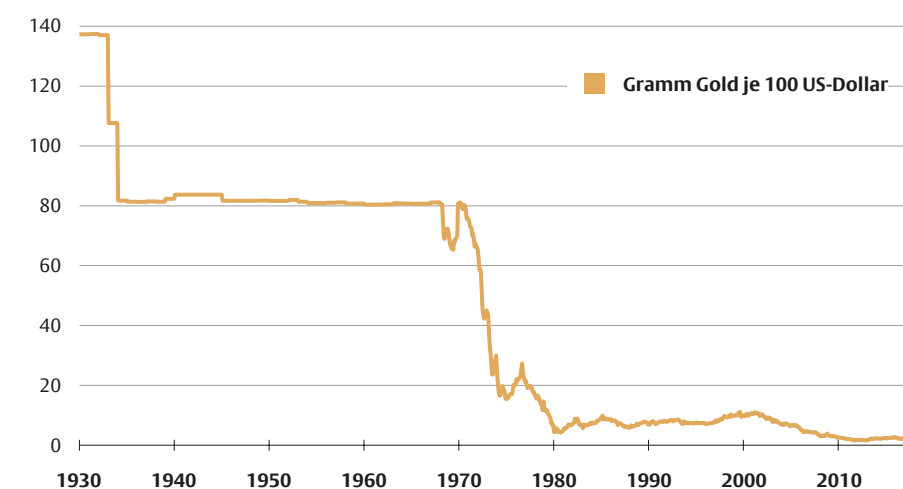
schen Zentralbank (EZB), aus dem Sommer 2012, den Euro um jeden Preis retten zu wollen, hat sich offensichtlich die Erkenntnis breitgemacht, dass er das auch kann. Super-Mario und seine Notenbank – Retter in allerhöchster Not. Damit einher geht ein gewisser Vertrauensgewinn in das globale Finanzsystem und damit die Banken. Die haben schließlich aus der Finanz- und Schuldenkrise gelernt (haben sie das?), sind deutlich robuster aufgestellt als vor zehn Jahren (sind sie das?). Und wenn doch mal etwas danebengehen sollte, werden es Draghi oder sein(e) Nachfolger(in) schon richten.

Die permanenten Rettungsaktionen der großen Notenbanken, allen voran von EZB und Bank of Japan (BoJ), haben zu einem Gewöhnungsprozess geführt, der nur noch sehr schwer umkehrbar ist. Schuldner, ganz gleich ob staatliche oder private, dürfen sich seit Jahren daran erfreuen, dass es Geld praktisch zum Nulltarif gibt. Sie haben ihre langfristige Finanzplanung, ihre Haushaltspläne längst darauf ausgerichtet.

Wer glaubt, dass Banken heute sicherer sind – und die Notenbanken ohnehin alles im Griff haben –, der braucht auch kein Gold. Wenn es kein Feuer gäbe, warum

GOLD – EINE WÄHRUNG DER LETZTEN INSTANZ

Geldentwertung im Laufe der Zeit: Die Kaufkraft der Währung US-Dollar in Gold sinkt

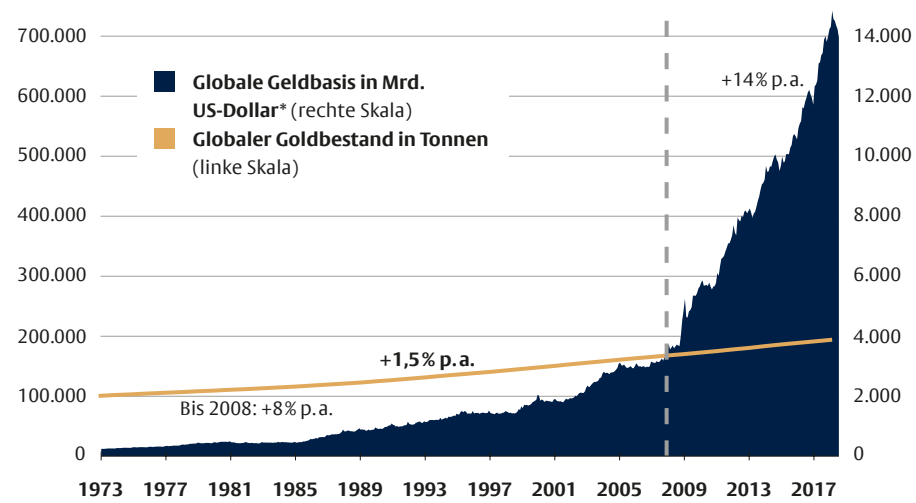


Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Quellen: Bloomberg, Flossbach von Storch, Stand: 12. September 2018

SCHUTZ GEGEN EINE NICHT NACHHALTIGE NOTENBANKPOLITIK

Summe von Bargeld* in den bedeutendsten sechs Währungsräumen und Goldbestand

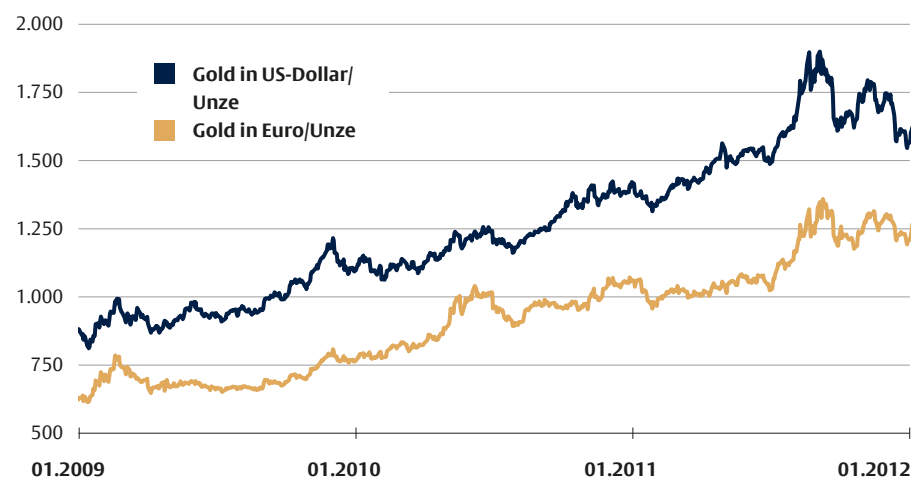


Quellen: Thomson Reuters, Flossbach von Storch, Stand: 12. September 2018

* Geldmenge M0 in Milliarden US-Dollar: Summe aus China, Eurozone, Japan, Schweiz, UK und USA

WENN DAS VERTRAUEN SCHWINDET ...

Goldpreisentwicklung zur Hochzeit der Eurokrise



Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Quellen: Bloomberg, Flossbach von Storch, Stand: 2. Oktober 2018

dann die eigenen vier Wände gegen Brandschäden versichern?

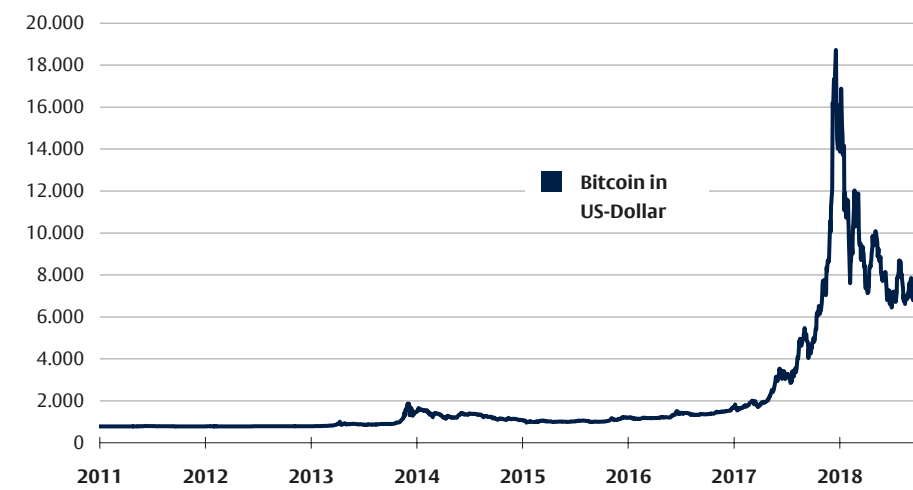
Gold ist also vor allem deswegen aus der Mode, weil viele Investoren davon ausgehen, dass es eine Feuerversicherung momentan nicht braucht. Und weil das so ist, fehlen auch die Argumente für all diejenigen, die dem Spekulationsmotiv folgen würden. Die schauen sich lieber auf den Aktienmärkten um. Denn je höher die sogenannten Opportunitätskosten der Goldhaltung, das heißt, je attraktiver die Erträge aus anderen Anlageklassen sind, desto unattraktiver ist das Edelmetall aus Sicht derer, die es als „Spekulationsgold“ betrachten. Aktien etwa profitieren als Sachwerte wie Gold von der Politik des billigen Geldes. Darüber hinaus bieten sie Investoren aber laufende Erträge in Form von Dividenden – ein gewichtiger Vorteil gegenüber dem Edelmetall.

Aber braucht es wirklich keine Feuerversicherung? Reichen die Möglichkeiten der Notenbanken, das System dauerhaft und ohne größere Schäden am Laufen zu halten, aus?

Wir halten den Glauben daran nicht nur für naiv, sondern für geradezu gefährlich! Unser Papiergeldsystem beruht auf Vertrauen – auf Vertrauen in den Wert des Geldes. Wenn die großen Notenbanken, qua Amt eigentlich für die Geldwertstabilität verantwortlich (und eben nicht dafür, hoch verschuldete Unternehmen und Staaten dauerhaft mit billigem Geld zu versorgen), das Finanzsystem in einen Zustand chronischer Abhängigkeit versetzen, erwachsen daraus Risiken, die sich unseres Erachtens kaum abschätzen lassen. Die Geschichtsbücher liefern uns

DIE SUCHE NACH (GELD-) ALTERNATIVEN

Aufstieg und Fall der Internetwährung Bitcoin



Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Quellen: Bloomberg, Flossbach von Storch, Stand: 2. Oktober 2018

leider keine Anhaltspunkte dazu; niemals zuvor hat es ein derartiges Notenbankexperiment gegeben.

Gut möglich, dass die Politik des billigen Geldes irgendwann doch zu einem Vertrauensverlust in unser Papiergeldsystem führt. Denn wer erwartet, dass die Inflation an der Kaufkraft seines Ersparnen nagt, dass – im Extremfall – ganze Währungen untergehen, der verliert Vertrauen und greift zu Gold. So wie in den Jahren 2007 bis 2011, als das globale Finanzsystem zu kollabieren drohte und die Eurozone ihre erste große Zerreißprobe überstehen musste. Damals kletterte der Goldpreis auf mehr als 1.800 US-Dollar je Feinunze (vgl. Grafik links).

Oder die Türkei als aktuelles Beispiel. Dort lässt sich der wahre Wert von Gold derzeit sehr gut erkennen. Die Inflation frisst die Kaufkraft der türkischen Währung auf; in Lira gerechnet hat sich der Goldpreis

seit Anfang 2017 mehr als verdoppelt. Türkische Goldanleger werden deshalb froh sein, ihre „Versicherungsprämie“ zeitig bezahlt zu haben.

Eine Frage, die ich in diesem Zusammenhang meist gestellt bekomme, ist die, wann genau das Vertrauen in unser Geldsystem verloren gehen könnte. Das kann leider niemand exakt vorhersagen. Dass das Misstrauen in den vergangenen Jahren gewachsen ist, zeigt aber nicht zuletzt der Hype um Kryptowährungen (vgl. Grafik oben) – und die folgende Ernüchterung.

Die Menschen suchen nach Alternativen und nicht wenige glauben, sie im Bitcoin (oder in anderen) gefunden zu haben. Wir beobachten diesen Trend sehr genau. Und wir sind der Meinung, dass die Kryptowährungen nicht so bald von der Bildfläche verschwinden werden, im Gegenteil. Sie sind unseres Erachtens ge-

kommen, um zu bleiben. Nicht alle, aber einige. Wir hatten uns in der April-Ausgabe eingehend mit diesem Thema beschäftigt.

Eine wichtige Eigenschaft aber fehlt den Kryptowährungen: die Eigenschaft als Ware, die einen intrinsischen Wert hat, oder dass sie in eine solche getauscht werden kann.

Auch deshalb bleibt Gold unsere Feuerversicherung. Spätestens wenn sich die Erkenntnis durchsetzt, dass es keinen geregelten Ausweg aus der Politik des billigen Geldes mehr gibt, wird der strategische Grund für den Besitz von Gold, nämlich die Vermögenssicherung, wieder in den Vordergrund rücken. Investoren tun deshalb gut daran, einen Teil ihres Vermögens als „Absicherungsgold“ zu disponieren. Der irische Dramatiker George Bernard Shaw hat einmal gesagt, ein Investor habe die Wahl zwischen der natürlichen Stabilität von Gold und der Ehrlichkeit und Intelligenz der Regierungsmitglieder. „Und mit allem notwendigen Respekt für diese Gentlemen, ich rate Ihnen, solange das kapitalistische System währt, entscheiden Sie sich für Gold.“ ■

Philipp Vorndran ist Kapitalmarktstrategie bei der Flossbach von Storch AG.

„Die Türkei ist nicht die Welt!“

Die Türkei und Argentinien leiden unter einer veritablen Währungskrise. Anleger sollten aber nicht alle Schwellenländer über einen Kamm scheren, erklärt Michael Altintzoglou im Interview.

Herr Altintzoglou, die Währungen in vielen Schwellenländern rauschen in die Tiefe. Warum?

Die Abwertung einer Währung hat immer viele Gründe. Eine verfehlte Politik und erodierendes Vertrauen in die Notenbank, wie in der Türkei und Argentinien. Hohe Leistungsbilanzdefizite und steigende Inflationsraten können ebenfalls zu einer Abwertung von Währungen führen. Hier haben viele Länder in den vergangenen Jahren aber Fortschritte gemacht.

Welche Rolle spielt der starke US-Dollar?

Die US-Notenbank Fed hat zuletzt die Zinsen erhöht. Zudem sorgen steuerliche Anreize dafür, dass Geld aus dem Ausland in die USA zurückfließt. Das führt zu einer Verknappung von US-Dollar-Liquidität. Der Kurs des Dollars steigt. Hinzu kommt, dass seit 2016 viel Geld in die Schwellenländerfonds geflossen ist, das aktuell wieder abgezogen wird. Der steigende US-Dollar sorgt zudem dafür, dass Länder und Unternehmen, die ihre Kredite in US-Dollar aufgenommen haben, in Bedrängnis geraten können.

Das Szenario kommt uns bekannt vor. Droht eine neue Asienkrise?

So wie Ende der 1990er Jahre, als die hoch verschuldeten „Tigerstaaten“ Asiens ihre in US-Dollar denominierten Anleihen nicht mehr bezahlen konnten? Von einem solchen Szenario sind wir heute unseres Erachtens meilenweit entfernt. Viele Schwellenländer stehen heute wirtschaftlich weitaus besser da. Ihre Volkswirtschaften wachsen stärker als die Staatsverschuldung. Das verbessert ihre Schuldentragfähigkeit.

In den Medien ist meist nur von den Krisenländern die Rede.

Davon sollten wir uns nicht verunsichern lassen. Viele Emerging Markets haben ihre Haushaltsdefizite reduziert, schmerzhafteste Strukturreformen durchgeführt und Maßnahmen im Kampf gegen die Korruption auf den Weg gebracht. Gleichzeitig sind die Inflationsraten gefallen und die Fremdwährungsreserven gestiegen, was den Handlungsspielraum der Notenbanken deutlich vergrößert hat. Ohnehin dürfen wir nicht alle Märkte über einen Kamm scheren.

Bitte geben Sie uns ein Beispiel.

Nehmen wir einmal China. Als sich der Schuldenanstieg bei Unternehmen und Haushalten in den vergangenen Jahren beschleunigte, leitete die Regierung Gegenmaßnahmen ein. Das Kreditwachstum hat sich seitdem deutlich verlangsamt. Das unkontrollierte Wachstum des Schattenbanksektors wurde eingedämmt. Hinzu kommt, dass die Sparquote in der zweitgrößten Volkswirtschaft der Welt besonders hoch ausfällt. Die Bankeinsparungen sind mehr als doppelt so groß wie das gesamte chinesische Bruttoinlandsprodukt.

Trotz solcher Maßnahmen bleibt die Abhängigkeit von den Industrieländern hoch.

Stimmt. Viele Schwellenländer konnten ihre teils sehr hohen Leistungsbilanzdefizite aber signifikant reduzieren. Die hohe Abhängigkeit von Rohstoffexporten ist ebenfalls gesunken. Viele Länder haben ihre Wertschöpfungstiefe vergrößert und der Handel untereinander wächst. All das reduziert die Ab-

hängigkeit von externen Kapitalgebern aus den Industrienationen.

In Ländern wie der Türkei oder Argentinien scheint das nicht viel zu helfen ...

... weil die Regierungen ihre Hausaufgaben nicht gemacht haben. Nehmen wir einmal die Schuldenproblematik. In vielen asiatischen Ländern ist die Staatsverschuldung in US-Dollar beispielsweise deutlich zurückgegangen. China, Indien, Südkorea und Thailand weisen keine nennenswerten Staatsschulden auf Basis von US-Dollar auf.

In welchen Ländern sinkt die Abhängigkeit von Investoren aus dem Ausland?

In den vergangenen Jahren sind in vielen Märkten nennenswerte nationale Kapitalsammelstellen entstanden. Dazu zählen unter anderen Pensionskassen und Publikumsfonds, über die lokale Anleger an der Entwicklung des heimischen Kapitalmarkts partizipieren können. Die steigende Bedeutung der lokalen Investoren hat die Abhängigkeit von ausländischem Kapital reduziert. Am Markt für indische und chinesische Staatsanleihen spielen Ausländer mit einem Anteil von jeweils weniger als fünf Prozent ohnehin so gut wie keine Rolle.

Wo ist die Abhängigkeit nach wie vor groß?

Anders sieht es bei in Lokalwährung denominierten Staatspapieren aus Mexiko, Südafrika oder Indonesien aus, wo der Anteil ausländischen Investoren teilweise über 40 Prozent liegt. Sie sehen: Es kommt immer auf den Einzelfall an.

Welche Aktien aus den Schwellenländern präferieren Sie?

Fakt ist, dass es in einigen Emerging Markets mittlerweile sehr erfolgreiche Unternehmen gibt. Mit werthaltigen Geschäftsmodellen und visionären Managern. Aus unserer Sicht können Unternehmen, die



von strukturellen Wachstumstrends profitieren, einen Blick wert sein. Qualität zählt sich meistens aus – unabhängig von kurzfristigen makroökonomischen Trends, die sich bald vielleicht schon wieder ganz anders entwickeln.

Man liest immer wieder, die Schwellenländerbörsen seien aktuell besonders günstig.

Mit Blick auf die Bewertung an den Aktienmärkten fällt auf, dass die im Index MSCI Emerging Markets enthaltenen Titel im Durchschnitt niedriger bewertet sind als die im Index MSCI World enthaltenen Aktien. Auf solche Vergleiche würde ich mich aber nicht verlassen.

Warum?

Wegen einer unterschiedlichen Zusammensetzung der Aktienindizes und verschiedener Rechnungslegungsstandards haben sie nur wenig Aussagekraft. Gerade in den Emerging Markets sollten Anleger aus unserer Sicht genau hinsehen und Einzeltitel aktiv auswählen.

Wir danken für das Gespräch. ■

Michael Altintzoglou ist Fondsmanager bei der Flossbach von Storch AG.

Habe ich auch schon gehört ...



Wenn es um Aktien geht, grassiert das Halbwissen. Selbst „Finanzexperten“ liegen manchmal falsch. Anleger sollten aber keinen Gerüchten trauen, wenn sie investieren möchten. Ein Faktencheck.

THOMAS LEHR

Was für eine Rally. Nach dem großen Crash 2009 hat sich der US-Aktienindex S&P 500 beinahe vervierfacht. Aktien sind wieder zu einem Thema geworden. Gesprächsstoff auf Partys. Dabei wird es mit der Wahrheit nicht immer ganz genau genommen. Es gibt Gerüchte. Tratsch und Klatsch. Halbwissen, das Anleger zu falschen Schlüssen führen kann.

Zwei solcher „Aktien-Mythen“ sind wir einmal auf den Grund gegangen. Auch wenn uns jetzt der ein oder andere für Erbsenzähler halten mag. Fakten liegen uns nun einmal am Herzen – vor allem bei unserem Lieblingsthema, der Geldanlage.

Eine angebliche Tatsache, von der Zeitungen, „Finanzexperten“ und sogar US-Präsident Donald Trump immer wieder berichten. Die Rede ist vom vermeintlich „längsten Bullenmarkt aller Zeiten“.

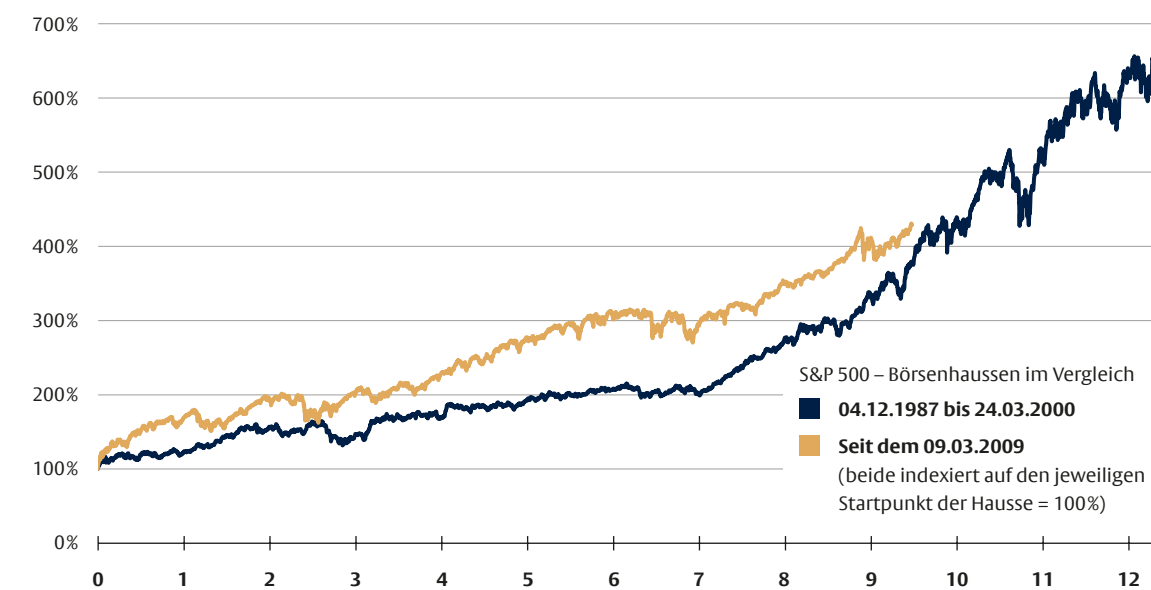
Gemeint ist die laufende Aufwärtsbewegung im US-Aktienindex S&P 500. Und tatsächlich: Seit dem 9. März 2009 gab es auf Basis der Schlusskurse der New York Stock Exchange keine Korrektur von mehr als 20 Prozent. Ebendieses Kriterium macht aus einem Bullen- einen Bärenmarkt. Bis hierhin stimmt die Geschichte sogar. Trotzdem ist die laufende Aufwärtsbewegung noch lange nicht der „längste Bullenmarkt aller Zeiten“.

DIE LÄNGSTE AKTIENRALLY ALLER ZEITEN? VON WEGEN!

Zu den Fakten: Die längste Aufwärtsbewegung im S&P 500 gab es zwischen den Jahren 1987 und 2000 (vgl. Grafik unten). Sie dauerte 4.494 Tage und brachte einen Kursanstieg von mehr als 580 Prozent. Damit aus der aktuellen Rally der „längste Bullenmarkt der Geschichte“ werden kann, bräuchte es

DIE LÄNGSTE BÖRSENHAUSSE ALLER ZEITEN – VON WEGEN!

Der längste Börsenaufschwung in den USA dauerte über 12 Jahre und begann in den 1980er Jahren



Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Quellen: Thomson Reuters, Flossbach von Storch, Daten per 3. September 2018

also einen Schlusskursrekord nach dem 29. Juni 2021. Es fehlen also noch beinahe drei Jahre! Damit aus der laufenden Aufwärtsbewegung der „stärkste Bullenmarkt der Geschichte“ wird, müsste der S&P 500 vom aktuellen Niveau noch einmal 50 Prozent zulegen. Die ursprüngliche Quelle des „Bärenmarkt-Rekord-Gerüchts“ ist unbekannt. Die Urheber scheinen der Ansicht zu sein, es habe zwischen Juli und Oktober 1990 eine Korrektur von mehr als 20 Prozent gegeben. Auf Schlusskursbasis ist das aber nicht korrekt.

Wenn man sich nicht an die saubere technische Definition eines „Bullenmarkts“ hält und auch Höchst- und Tiefsturse innerhalb der Handelstage berücksichtigt, dann würde man im Zeitraum von April bis Oktober des Jahres 2011 ebenso eine Korrektur von mehr als 20 Prozent entdecken. In dem Fall würde der aktuelle Bullenmarkt also erst seit dem 4. Oktober 2011 laufen und wäre damit ebenso weit entfernt von dem Allzeit-Rekord.

Wie man es auch dreht und wendet. Entweder man rechnet sauber – dann läuft der aktuelle Bullenmarkt seit dem 9. März 2009 und braucht noch drei Jahre bis zum nächsten Rekord. Oder man rechnet unsauber – auch dann dauert es aber noch bis ins Jahr 2021 für den „längsten Bullenmarkt der Geschichte“. Das klingt jetzt vielleicht sehr detailverliebt. Aber gerade wenn es um Rekorde geht, sollte man Wert auf Genauigkeit legen.

AKTIEN SIND VIEL ZU TEUER. WIRKLICH?

Die Fakten sollten eigentlich auch bei einer anderen „Einschätzung“ stimmen, die viele Anleger von der Börse fernhält. „Aktien sind doch viel zu teuer“, heißt es. Nein, sind sie nicht! Es gibt sicher einzelne Titel, die auch aus unserer Sicht schon sehr teuer sind. Im Großen und Ganzen erscheint die Anlageklasse unseres Erachtens aber nicht überbewertet.

Das zeigt der Blick auf bewährte Kennziffern, die zur Bewertung von Aktien herangezogen werden. Die

im globalen Aktienindex MSCI World enthaltenen Unternehmen sind demnach im Durchschnitt mit dem 16-Fachen der für die kommenden zwölf Monate erwarteten Gewinne bewertet. Das entspricht einer Gewinnrendite (Unternehmensgewinn geteilt durch Börsenbewertung) von rund sechs Prozent. Oder einfacher formuliert: Wenn der Kurs einer Aktie steigt, muss das Papier nicht teurer werden, wenn die Gewinne des Unternehmens ebenfalls steigen.

Hinzu kommt: Die Bewertung einer Anlageklasse sollte man immer im Vergleich mit anderen Anlageklassen interpretieren. Seit einigen Jahren steigt zwar die Bewertung von Aktien – dieser Anstieg ist aber noch weit vom Ausmaß bei Anleihen und Immobilien entfernt. Wie weit die Bewertungen noch steigen können, vermögen wir nicht zu sagen. Rein rechnerisch könnten die Kurse von Aktien ertragsstabiler Unternehmen mit hohen Dividendenausschüttungen unseres Erachtens sogar noch höher steigen.

Heutzutage gibt es aber kaum noch Alternativen zu Aktien.

Als wertorientiertem Investor fällt es uns natürlich nicht

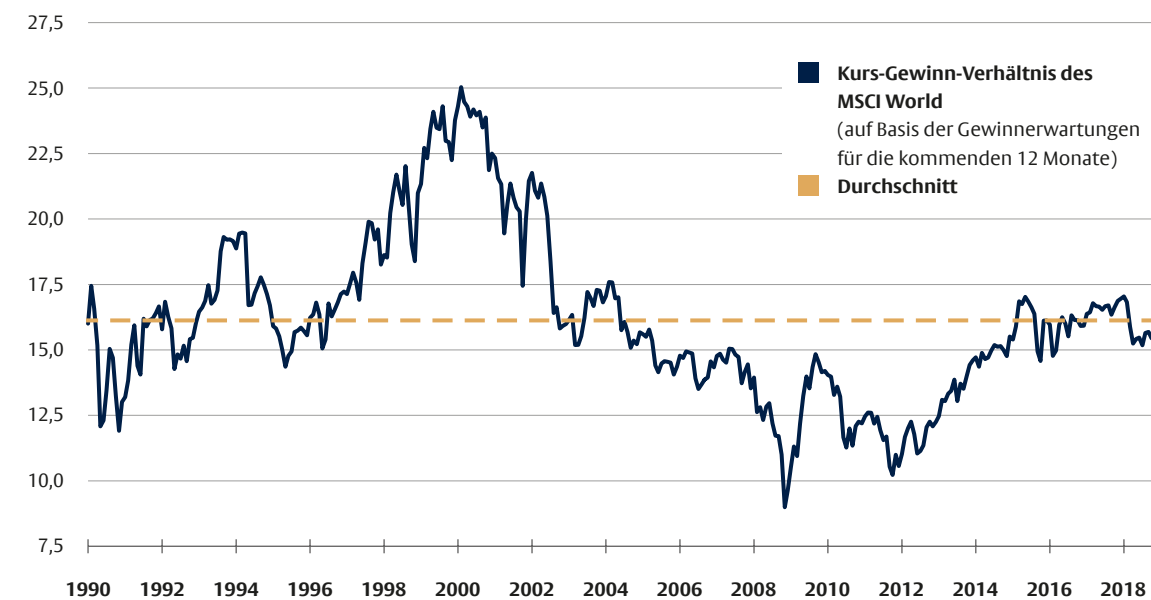
leicht, höhere Bewertungen zu akzeptieren. Unweigerlich drängt sich ein Vergleich mit der Jahrtausendwende auf. Damals wurde teilweise das 40-Fache der Gewinne bezahlt. Wenig später folgte ein Crash. Von solchen Bewertungen sind wir heute weit entfernt (vgl. Grafik rechts). Anders als vor der Jahrtausendwende gibt es heutzutage aber kaum noch Alternativen zu Aktien. Bundesanleihen boten zu jener Zeit fünf Prozent Rendite. Heute liegt die Rendite bekanntlich nahe null.

STEIGENDE ZINSEN SIND SCHLECHT FÜR AKTIEN. TATSÄCHLICH?

Unter Aktienanlegern grassiert in diesem Umfeld die Angst vor der Zinswende. Wenn man sich umhört, dann lautet die Argumentation wie folgt: Die Notenbanken hätten weltweit mit ihren Billionen Euro schweren Anleihekaufprogrammen für zusätzliche Nachfrage nach Anleihen gesorgt und deren Kurse

AKTIEN: HISTORISCH „FAIR“ BEWERTET

Das Kurs-Gewinn-Verhältnis zeigt, wie „teuer“ eine Aktie ist. Nicht nur die Kurse, sondern auch die Gewinne der Unternehmen im weltweiten Aktienindex MSCI World sind deutlich gestiegen



Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Quellen: Thomson Reuters, Flossbach von Storch, Stand: 2. Oktober 2018

in die Höhe getrieben. Die mathematische Folge wären sinkende Anleiherenditen – die in den Augen vieler Anleger der maßgebliche Grund für die Aktienkursgewinne der vergangenen Jahre sein sollen.

Solche Behauptungen lassen sich relativ einfach widerlegen. Zum einen fielen in der Tendenz die Anleihen während keinem der drei großen Anleihekaufprogramme, im Gegenteil: Sie stiegen. Zum anderen stammt beinahe der gesamte Kursanstieg des S&P 500 seit 2009 aus den Phasen, in denen auch die Renditen stiegen. Die Phasen, in denen die Renditen spürbar zurückfielen, waren hingegen für die Entwicklung des Aktienmarktes nicht förderlich. Eine wirklich große Überraschung ist das nicht. Zinsen und Renditen steigen für gewöhnlich dann, wenn es das Wirtschaftswachstum zulässt. Und Wachstum

erfreut auch den Aktienanleger, wenn die Gewinne der Unternehmen steigen.

Trübt sich hingegen das Makroumfeld ein, sinken in der Regel die Zinsen und Renditen – ebenso wie die Aktienkurse. Nicht selten begegnen uns übrigens Aktienanleger, die sich vor beidem fürchten: vor der nächsten Wachstumsdelle und vor steigenden Zinsen. Wir von Flossbach von Storch sind selber Aktionäre. Vor einem Wachstum, das Zinsen den Raum für einen nachhaltigen Anstieg böte, ist uns nicht bange. Allein – uns fehlt der Glaube. ■

Thomas Lehr ist Kapitalmarktstrategie bei der Flossbach von Storch AG.

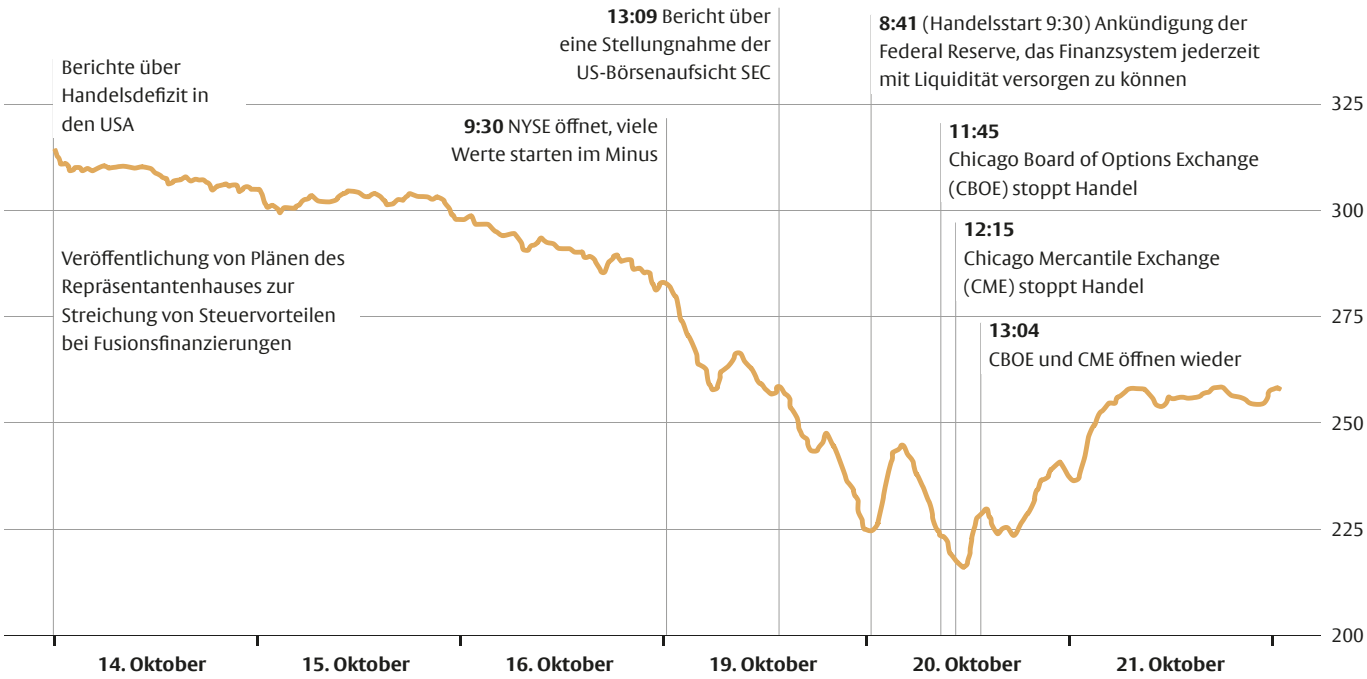
Schwarzer Montag

Minus 22,6 Prozent. An einem Tag. Unvorstellbar? Aber wahr! Vor mehr als 30 Jahren ging der Börsencrash an der Wall Street in die Geschichte ein. Thomas Mayer und Kurt von Storch haben ganz persönliche Erinnerungen an den Tag. Die sie bis heute prägen.

VON SIMON KLOSTERS

HEISSER OKTOBER 1987 FÜR DEN S&P 500

Waren es wirklich die Nachrichten? Der Crash 1987 begann schon Tage zuvor. Einzelne Nachrichten oder Ereignisse fallen als singuläre Ursache für den Crash jedoch aus.



Und dann war Schluss: Als am Nachmittag des 19. Oktober 1987 der Handel an der Wall Street endete, hatte der Dow-Jones-Index 508,34 Punkte verloren. Ein Minus von 22,6 Prozent. Ein nie zuvor gesehener Verlust. Schlimmer als der Crash von 1929. Innerhalb weniger Stunden war in New York knapp ein Viertel des Börsenkapitals der 30 größten US-Unternehmen vernichtet worden. Und bei anderen Indizes sah es nicht viel besser aus: Der Standard-& Poor's-500-Index hatte an dem Tag ebenfalls massiv verloren: 20,47 Prozent minus waren es beim Ertönen der Schlussglocke. In der Folge brachen auch die Börsen in Asien und Europa ein. Ins kollektive Gedächtnis ging der erste große Börsenkrach nach dem Zweiten Weltkrieg als „Schwarzer Montag“ ein.

Bis heute prägt dieser Schwarze Montag die Börse. Zum einen, wenn es um Vergleiche geht: Geraten Märkte unter Druck, ist dieser Tag das Referenzdatum. Wie hoch ist der absolute Verlust in Punkten?

Wie hoch der Einbruch in Prozent? Zum anderen, weil mit dem damaligen Crash auch geldpolitische Gegenmittel erfunden wurden, die bis heute bei Finanzkrisen zum Einsatz kommen.

Doch was ist damals 1987 an der Wall Street geschehen – was löste den Crash aus? Dieser Frage widmeten sich in den Folgejahren gleich mehrere Institutionen wie die US-Notenbank Federal Reserve und Wissenschaftler wie Nobelpreisträger Robert Shiller. Würde man die Ursache genau kennen, wäre man für künftige Crashes womöglich besser gewappnet.

Warum also stürzte der US-Markt so dramatisch ab, nachdem er zuvor kontinuierlich gewachsen war? Dafür lohnt sich ein Blick auf die USA in den 1980er Jahren. Damals regierte Ronald Reagan das Land. Er verfolgte eine auch „Reagonomics“ genannte Steuer- und Wirtschaftspolitik, die umfangreiche Steuer-senkungen für Bürger und Unternehmen vorsah. Das

kurbelte die Konjunktur an, allerdings stieg auch das Haushaltsdefizit der USA. In der Folge hatte seit Februar 1987 der US-Dollar abgewertet. Die G7 versuchten mit einem Abkommen die Abwertung zu stoppen. Allerdings wurde das durch einen Zinsanstieg in der Bundesrepublik konterkariert. Der damalige US-Finanzminister James Baker reagierte darauf Mitte Oktober mit der Drohung, den US-Dollar weiter abzuwerten.

Ein weiterer Baustein der Reagonomics waren die Deregulierung und Privatisierung von Staatsunternehmen. Unter anderem in der Telekommunikation und im Finanzsektor. Das führte zur Entwicklung neuer Finanzinstrumente wie der damals populären Portfolio Insurances. Sie sollten ihre Halter vor Verlusten schützen, wenn die Kurse fielen. Außerdem entwickelten sich damals die Anfänge des computer-gestützten Wertpapierhandels. Aktienorders wurden damals noch per Telefon und auf Papier abgewickelt.

Waren also diese beide Faktoren – Geldpolitik und Computerhandel – Auslöser für den Crash? Menschen tendieren dazu, für Ereignisse im Nachhinein plausible Erklärungen zu suchen. Doch für den Crash von 1987 gibt es keine eindeutige Ursache. Das mag enttäuschen und vielleicht auch bedrohlich wirken, weil auch für andere Crashes kaum eindeutige Ursachen zu finden sind.

Bereits kurz nach dem Crash hat der Wirtschaftswissenschaftler und spätere Nobelpreisträger Robert Shiller nachgewiesen, dass beide oben genannten Faktoren das Verhalten der Anleger am 19. Oktober 1987 zwar beeinflussten, aber den Crash nicht erklären können: „Die tatsächliche Entscheidung, am 19. Oktober zu kaufen oder zu verkaufen, scheint nur schwach mit den Interpretationen der jüngsten Nachrichten zu korrelieren, die von den Anlegern als wichtig eingestuft wurden“, schreibt Shiller in seiner Studie.

Wichtiger als die Nachrichtenlage an diesem Tag war das Verhalten der Marktteilnehmer: „Es gibt statisti-

sche Belege, die darauf hindeuten, dass der Aktienmarkt in gewissem Maße ein Eigenleben hat, das nicht mit den wirtschaftlichen Fundamentaldaten zusammenhängt“, erkannte Shiller damals. Damit erteilt Shiller der Theorie vom jederzeit effizienten Markt eine Abfuhr. Shiller fand im Rahmen seiner Befragungen heraus, dass die Marktteilnehmer sich vor allem von zwei Dingen beeinflussen ließen: von den Preisveränderungen am Tag selbst und von der Psychologie. Sie stellten Vermutungen darüber an, wie sich die anderen Marktteilnehmer wohl verhalten würden, und handelten dann aufgrund dieser Vermutung. Am Ende bleibt die Erkenntnis, dass eine eindeutige Crashursache nicht gefunden wurde, aber der Versuch, den Markt zu timen, und der Herdentrieb die Abwärtsspirale immer weiter beschleunigten.

Apropos: Was wäre Anlegern passiert, die zum Jahresbeginn 1987 in den Dow-Jones-Index investierten, beim Crash die Ruhe bewahrten und erst am Ende des Jahres auf die Schlussnotierung des Index geschaut hätten? Sie hätten sich über einen Gewinn von 2,26 Prozent freuen können. Genau ein Zehntel dessen, was andere Anleger ein paar Wochen zuvor an einem einzigen Tag verloren.

Simon Klostert arbeitet als freier Journalist in Köln.



INTERNATIONAL MONETARY FUND

Mit dem Crash fing alles an

THOMAS MAYER

Thomas Mayer arbeitete seit 1983 in Washington als Entwicklungsökonom für den Internationalen Währungsfonds (IWF). Damals war Ronald Reagan Präsident. Er senkte die Steuern und startete die Deregulierung. Das bekam Thomas Mayer sehr direkt zu spüren. Als er damals in Washington ankam, streikten die Fluglotsen. Mayer erwartete eine Lösung nach europäischem Muster: Es würde ein paar Tage gestreikt, dann würde verhandelt und am Ende etwas mehr gezahlt. Doch was tat Reagan? Er feuerte die Fluglotsen, statt zu zahlen. Anfang 1987 wechselte Mayer beim IWF an den deutschen Desk, der sich unter anderem um die G7-Belange Deutschlands kümmerte.

Im Grunde habe ich den ganzen Tag über von dem Crash nichts mitbekommen. Wir hatten damals noch kein Reuters-Terminal, geschweige denn Internet. Erst abends habe ich die ersten Nachrichten auf dem Weg nach Hause erfahren. Mein Heimweg führte in Washington am Büro eines Brokers vorbei, der hatte einen Fernseher im Schaufenster stehen. Da habe ich erfahren: Der Dow ist abgestürzt. Da stellte sich die Frage: Erleben wir erneut 1929? Am nächsten Tag diskutierten wir dann beim IWF: Was bedeutet das für die Weltwirtschaft? Damals brauchten die Informationen ein bis zwei Tage, bis sie vollständig vorlagen: Zuerst erfuhren wir die News aus dem TV, dann am nächsten Tag aus der Zeitung.

Und im Crash war natürlich auch der IWF als Finanzmarktakteur gefragt. Ich saß damals am deutschen Desk und eine meiner Aufgaben war es, die Wohlfandeffekte des Crashes für die deutsche Wirtschaft zu ermitteln. Das lief damals noch mit einem Compaq-Computer mit Floppy Disks, auf denen die Daten gespeichert wurden. An heutige Spreadsheets war nicht zu denken.

Über die Ursachen des Crashes wurde in der Folge heftig gestritten. Zum einen soll die damals beginnende Digitalisierung des Wertpapierhandels eine wesentliche Ursache für den Kurseinbruch gewesen sein, die ihn wegen fehlender Schutzmechanismen



Noch ohne Internet und Smartphone: Anleger erfahren am 19. Oktober 1987 über das Fernsehen vom Crash an der Wall Street.

verstärkte. Politisch gab es das Narrativ, dass die internationale Zinspolitik, unter anderem die deutsche, eine Mitschuld an dem Crash trage. Die allgemeine Auffassung der Akteure war: Wir müssen etwas tun. Aber was? In dem Umfeld legte Alan Greenspan sein Gesellenstück ab. Der gerade ins Amt gekommene Notenbankpräsident brachte Zinssenkungen ins Spiel, um die Folgen des Börseneinbruch zu bekämpfen. Da war er gerade einmal sechs Monate im Amt. Mit seinem Vorgehen wurde er stilprägend für eine proaktive Geldpolitik zur Bekämpfung von Börsenkrisen. Das Problem ist aber, dass 1987 zwei Dinge verwechselt wurden: Der damalige Crash entpuppte sich als reine Marktvolatilität – auch wenn der Ausschlag so extrem wie nie zuvor in der Börsengeschichte war. Doch die Institutionen interpretierten ihn als nachhaltige Preisveränderung durch fundamental verschlechterte Wirtschaftsdaten. Und als solche wurde der Crash bekämpft.

Man kann sagen: Seither glauben alle an den Greenspan-Put. Die Marktentwicklung und die Krisen nach 1987 sind im Grunde ein Erbe des 1987er-Crashes. Greenspan etablierte ein neues Paradigma in der Finanzwelt, das selbst heute – zehn Jahre nach der Finanzkrise 2008 – gültig ist. Im Grunde heißt es seitdem: Lass die Blase sich entwickeln, die Notenbank kommt dann und hilft nach dem Platzen beim Aufräumen. Alan Greenspan hat diese Handlungsweise entwickelt und erstmals eingesetzt, Ben Bernanke, sein Nachfolger im Amt des US-Notenbankpräsidenten, hat sie dann wissenschaftlich untermauert. Und sie wirkt bis heute. Der 1987er-Crash war der erste große Fehlgriff, bei dem die Geldpolitik Volatilität mit einer permanenten wirtschaftlichen Verschlechterung verwechselte und mit den falschen Mitteln bekämpfte.

Prof. Dr. Thomas Mayer ist Gründungsdirektor des Flossbach von Storch Research Institute.



Eine Übung in Demut

KURT VON STORCH

Kurt von Storch hatte bereits 1985 als Student ein Praktikum bei einem Schweizer Bankhaus in New York absolviert. Der Aufenthalt in der Stadt und die Arbeit bei der Bank hatten ihn so begeistert, dass er den Entschluss fasste: Nach dem Studium willst du wieder nach New York. Sein Plan ging auf: Seinen ersten Job nach dem Studium startete er in New York als Junior-Wertpapierhändler im Handelssaal einer großen Schweizer Bank. Es war der 5. Oktober 1987.

Den Crash erlebte ich als absoluter Novize an der Wall Street. Ich war gerade mit dem BWL-Studium fertig und erst seit ein paar Tagen in der Stadt. Ich startete bei der Bank als Junior-Wertpapierhändler im Handelssaal. Dort saßen der Währungshandel, der Renten- und der Aktienhandel zusammen, entsprechend lebhaft ging es zu. Und dann kam der 19. Oktober. Ein Montag. Ich ahnte, dass etwas in der Luft lag – schließlich hatte der Dow Jones schon in der Vorwoche kräftig verloren. Dabei begann der Handelstag mit Routine. Allerdings gelang das den Händlern nur kurze Zeit. Je länger der Handel lief, desto größer wurden die Verluste und die ganze Situation verwandelte sich in Panik.

30 Minuten vor Handelsende lagen die Verluste schon bei unfassbaren 15 Prozent. Und was sich keiner vorstellen konnte, trat ein: In der letzten halben Stunde ging es dann noch weiter bergab. Diese letzte halbe Stunde des Handels war surreal: Die Leute im Handelssaal fingen laut an zu lachen, dabei wurde die Lage gleichzeitig immer dramatischer. Das Geschehen nahm richtig Fahrt auf. Es war, als wenn eine umgekehrte Champagnerlaune die Leute ergriffen hätte. Das war wirklich irre. Dann kam der Schlussgong. Und plötzlich sackte diese irre Stimmung in sich zusammen. Es herrschte schlagartig Stille, gespenstische Ruhe. Die Leute waren fertig. Man schlich nach Hause.

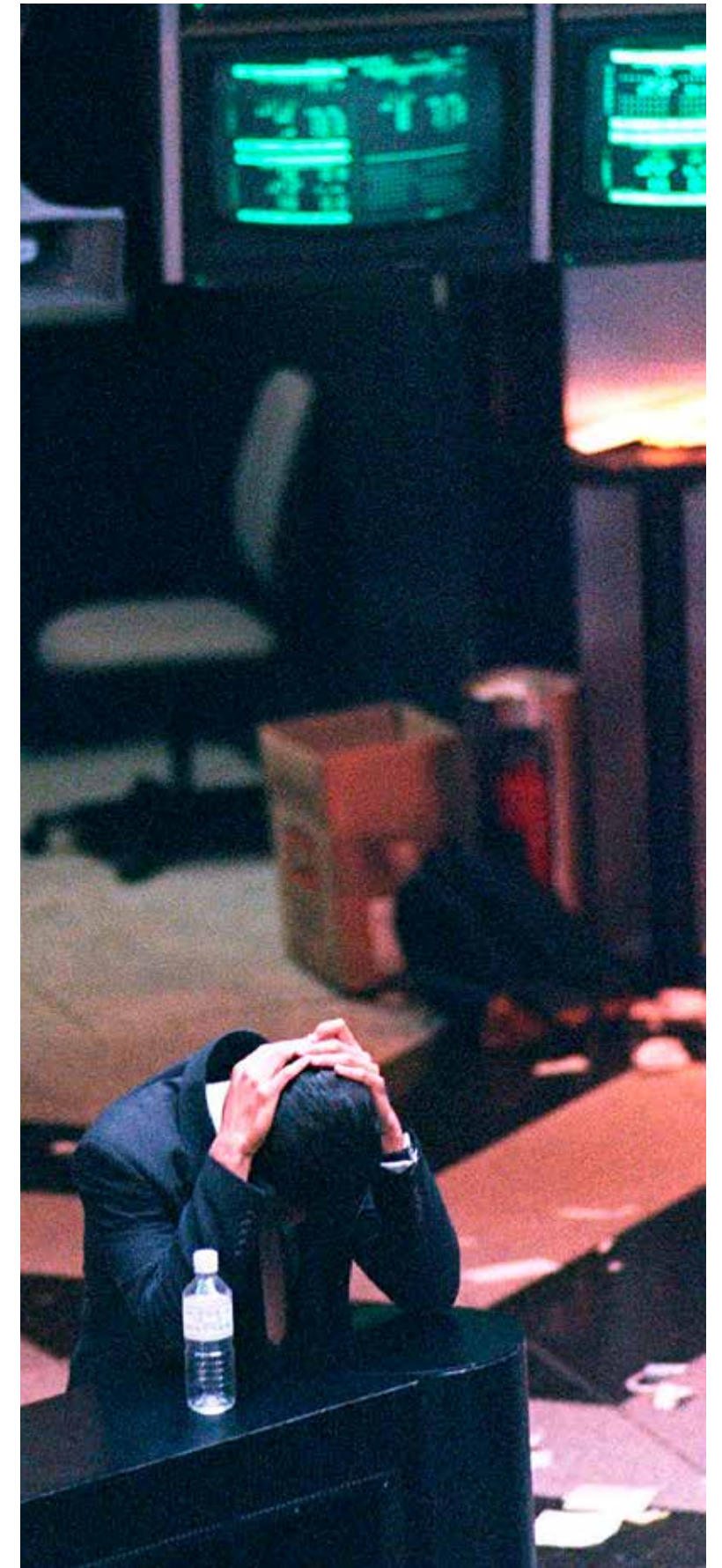
Handelsschluss: Binnen weniger Stunden wurde fast ein Viertel des Börsenwertes der größten 30 US-Unternehmen vernichtet.

Als Anfänger dachte ich den ganzen Tag: Hoffentlich ruft keiner an. Was, wenn sich jetzt ein Kunde mit Orderwünschen bei mir meldet? Ich spürte, dass der „Room for Error“, die Fehlertoleranz, an diesem Tag besonders gering war. Denn es ging um große Orders, wirklich große Orders.

Ich muss sagen, dass ich die tatsächliche Tragweite dessen, was am 19. Oktober 1987 passierte, damals nur ansatzweise verstanden habe. Der Tag war ernüchternd. Ich merkte: Das war kein Traum, das war real. In den Folgetagen erfuhr ich immer wieder: Jeder kannte jemanden, der während des Crashes hohe Verluste erlitten hatte. Das tiefe Verständnis für das, was bei dem Crash passiert war, kam erst später. Als ich realisierte, welche Milliardenwerte innerhalb weniger Stunden vernichtet wurden.

Dieser Tag hat mich demütig gemacht. Heute betrachte ich die Erinnerung an diesen Crash als eine Demutsübung. Und wenn ich mich umschaue, ist das auch hilfreich – gerade jetzt. Wir erleben an der Börse eine Sonderkonjunktur in den USA und parallel eine Sondersituation der Tech-Werte. Das kann noch eine Zeitlang laufen, es kann aber nicht ewig gutgehen. Da ist eine gewisse Demut hilfreich: jetzt nicht gierig zu werden, sondern auch an die bekannten und unbekannten Risiken zu denken. Denn 1987 lief der US-Aktienmarkt sehr gut – bis er eben nicht mehr gut lief, sondern crashte. Und auch heute finden Sie Experten, die genau sagen können, warum die Tech-Werte auch in Zukunft mit 20 Prozent weiterwachsen werden. Da muss man wachsam bleiben, denn die Luft wird irgendwann dünner. Und darauf sollte man vorbereitet sein. ■

Kurt von Storch ist Gründer und Vorstand der Flossbach von Storch AG.





Das Risiko und sein Preis

Kennen Sie Ihren „Uncle Point“? Das sollten Sie. Er ist nicht ganz unwichtig, um zu verstehen, was es bedeutet, Risiken einzugehen. Nassim Nicholas Taleb hat sich in seinem jüngst erschienenen Buch „Skin in the Game“ eingehend damit befasst. Ein Auszug aus dem wohl wichtigsten Kapitel seines Werkes.

EIN GASTBEITRAG VON NASSIM NICHOLAS TALEB

Erwägen Sie folgendes Gedankenexperiment. Erster Fall: Hundert Personen gehen in ein Casino, um über eine bestimmte Zeitdauer einen bestimmten Geldbetrag zu setzen, Gin Tonic gibt es gratis dazu. Einige verlieren, einige gewinnen, und wir können am Ende des Tages ableiten, was für einen „Schnitt“ sie gemacht haben, also die Einnahmen ausrechnen, indem wir einfach das Geld in den Portemonnaies der Personen nachzählen, die das Casino verlassen. Wir können so auch ermitteln, ob das Casino die Gewinnchancen ordnungsgemäß ansetzt. Nun nehmen Sie an, Spieler Nummer 28 geht pleite. Wirkt sich das auf Spieler Nummer 29 aus? Nein.

Aus Ihrer Stichprobe können Sie sicher ableiten, dass ungefähr ein Prozent der Spieler pleitegeht. Und wenn Sie immer weiterspielen, dann ist absehbar, dass dasselbe Verhältnis – ein Prozent der Spieler, die ihr ganzes Geld verlieren – im selben Zeitfenster bestehen bleibt.

IRGENDWANN IST IHR VETTER PLEITE

Vergleichen wir das nun mit dem zweiten Fall in dem Gedankenexperiment. Eine Person, Ihr Vetter Theodoros Ibn Warqa, geht an einhundert aufeinanderfolgenden Tagen ins Casino, er fängt mit einem bestimmten Geldbetrag an. Am achtundzwanzigsten

Tag ist Ihr Vetter Theodoros Ibn Warqa pleite. Wird es einen Tag neunundzwanzig geben? Nein. Er ist an einem Uncle Point angekommen – das Spiel ist aus.

Egal wie gut oder pfiffig Ihr Vetter Theodoros Ibn Warqa ist – Sie können ganz sicher davon ausgehen, dass er mit hundertprozentiger Wahrscheinlichkeit irgendwann pleitegeht.

MISSTRAUEN SIE DEN PROGNOSEN IHRER BANK

Die Erfolgswahrscheinlichkeit einer Gruppe von Personen lässt sich auf Vetter Theodoros Ibn Warqa nicht übertragen. Wir bezeichnen den ersten Fall als Ensemble-Wahrscheinlichkeit und den zweiten als Zeit-Wahrscheinlichkeit (denn beim ersten Fall geht es um eine Gruppe von Personen, beim zweiten nur um eine einzige Person in einem bestimmten Zeitfenster). Wenn Sie nun Texte von Finanzprofessoren, Finanzgurus oder auch die Investmentempfehlungen Ihrer örtlichen Bank lesen, die auf langfristigen Marktrenditen beruhen, dann seien Sie vorsichtig.

Selbst wenn ihre Vorhersagen korrekt wären (was sie nicht sind), kann kein Einzelner dieselben Renditen wie der Markt einstreichen, es sei denn, er hat unendlich große Taschen und keine Uncle Points. Hier werden nämlich Ensemble-Wahrscheinlichkeit und



Nassim Nicholas Taleb, geboren im Libanon, Finanzmathematiker, philosophischer Essayist und Forscher in den Bereichen Risiko und Zufall, ist einer der unkonventionellsten Denker der Gegenwart. Er lehrt an der New York University als Distinguished Professor of Risk Engineering. Seine Sachbücher, darunter die Welterfolge „Der Schwarze Schwan“ und „Antifragilität“, wurden in 33 Sprachen übersetzt.

Zeit-Wahrscheinlichkeit vermischt. Wenn der Investor irgendwann seine Belastung aufgrund von Verlusten reduzieren muss oder weil er in Rente geht oder sich scheiden lässt, um die Frau seines Nachbarn zu heiraten, oder weil er nach einem Krankenhausaufenthalt wegen einer Blinddarmentzündung plötzlich heroinsüchtig wird oder weil er seine Einstellung zum Leben grundlegend verändert hat – jedenfalls werden dann seine Einnahmen von denen des Markts getrennt werden und Punkt.

ÜBERLEBEN IST ALLES

Jeder, der mehr als ein paar wenige Jahre im Risikogeschäft überlebt hat, hat sich eine Version unseres mittlerweile vertrauten Prinzips angeeignet: „Um Erfolg zu haben, müssen Sie erst einmal überleben.“ Meine Version lautet: „Überquere nie einen Fluss, der im Durchschnitt nur einen Meter tief ist.“ Ich habe mein ganzes Leben um die Tatsache herum organisiert, dass die Abfolge eine Rolle spielt und dass das Faktum, dass es Zusammenbrüche gibt, Kosten-Nutzen-Analysen untauglich macht; allerdings war mir nie klar, dass die Entscheidungstheorie so gravierende Mängel aufweist – bis quasi aus dem Nichts ein Aufsatz des Physikers Ole Peters erschien, der mit dem großartigen Murray Gell-Mann zusammenarbeitet.

Sie stellten eine Version des Unterschieds zwischen Ensemble- und Zeit-Wahrscheinlichkeit vor, mit einem Gedankenexperiment, das dem meinen ähnelt, und zeigten dabei, dass ungefähr alles in der Sozialwissenschaft, das mit Wahrscheinlichkeit zu tun hat, mangelhaft ist. Äußerst mangelhaft. Zutiefst mangelhaft. Gewaltig und tödlich mangelhaft. Denn in den zweieinhalb Jahrhunderten seit der ersten Formulierung von Entscheidungsfindung unter Ungewissheit durch den Mathematiker Jacob Bernoulli – einer Formulierung, die seitdem als Standard gilt – hat praktisch jeder, der auf diesem Gebiet tätig ist, den gravierenden Fehler gemacht, die Auswirkung des Unterschieds zwischen Ensemble und Zeit nicht mitzubedenken.

Jeder? Nicht ganz: vielleicht jeder Wirtschaftswissenschaftler, aber nicht jeder sonst. Die Fachleute für angewandte Mathematik Claude Shannon und Ed Thorp und der Physiker J. L. Kelly, dem wir die Kelly-Formel verdanken, haben es begriffen. Und sie haben es auf ganz einfache Weise formuliert. Der Vater der Versicherungsmathematik, der schwedische Mathematiker Harald Cramér, hat die Sache ebenfalls verstanden. Und vor über zwei Jahrzehnten

haben Praktiker wie Mark Spitznagel und ich unsere gesamte berufliche Laufbahn darauf aufgebaut.

(Ich bin mysteriöserweise in meinen Schriften, meiner Tätigkeit als Trader und wenn ich Entscheidungen zu fällen hatte, von allein auf das Richtige gestoßen und habe tief in meinem Inneren gespürt, wenn Ergodizität verletzt wurde. Allerdings habe ich die mathematische Konstruktion von Peters und Gell-Mann letztlich nie ganz verstanden – Ergodizität wird sogar in meinem zwei Jahrzehnte alten Buch „Narren des Zufalls“ abgehandelt.)

ES FEHLT EINDEUTIG AN „SKIN IN THE GAME“!

Spitznagel und ich haben eine Firma gegründet, mit der wir Investoren halfen, Uncle Points zu eliminieren, sodass sie ihre Markterträge einstreichen konnten. Während ich mich zurückzog, um eine Zeitlang als Flaneur zu leben, machte Mark unermüdlich (und erfolgreich) weiter. Mark und ich wurden immer wieder von Wirtschaftswissenschaftlern vor den Kopf gestoßen, die, weil sie Ergodizität schlichtweg nicht verstehen, gebetsmühlenartig wiederholen, die Sorge um die Tails sei „irrational“.

Die Idee, die ich gerade vorgestellt habe, ist ganz einfach. Wie kommt es, dass sie seit zweihundertfünfzig Jahren niemand wirklich verstanden hat? Es fehlt eindeutig an Skin in the Game.

Denn es gehört offenbar eine Menge Grips dazu, probabilistische Fragen wirklich zu durchdringen, wenn man nicht seine Haut aufs Spiel setzt. Für einen überqualifizierten Nicht-Praktiker sind solche Dinge tatsächlich schwer ergründbar. Es sei denn, man ist ein Genie, nennt also einen so klaren Geist sein Eigen, dass man durch das Trübe hindurchsehen kann, oder man hat ein so tiefgehendes Verständnis der Wahrscheinlichkeitstheorie, dass man sich durch das Nonsense-Dickicht hindurchzuarbeiten vermag. Murray Gell-Mann ist erwiesenermaßen ein solches Genie (und Peters ebenfalls).

Gell-Mann entdeckte die subatomaren Teilchen, denen er selbst den Namen Quarks gab (wofür er den Nobelpreis erhielt). Peters sagte, als er Gell-Mann die Idee vorstellte, „hat er es sofort kapiert“. Claude Shannon, Ed Thorp, J. L. Kelly und Harald Cramér sind zweifellos Genies – für Thorp verbürge ich mich persönlich; er verfügt über eine unverkennbare geistige Klarheit, verbunden mit einer Gedankentiefe, die sich in jedem Gespräch bemerkbar macht. Diese Leute haben es auch ohne Skin in the Game verstanden. Aber unter den Wirtschaftswissenschaftlern, Psychologen und Entscheidungstheoretikern finden sich keine Genies (sieht man einmal von dem Universalgelehrten Herb Simon ab, der sich nebenher auch mit Psychologie befasste), und aller Wahrscheinlichkeit nach wird sich das auch niemals ändern. Und auch weitere Leute ohne fundamentale Einsichten hinzuzufügen, trägt zur Vermehrung von Erkenntnis nichts bei; in diesen Bereichen nach Klarheit zu suchen, ähnelt dem Versuch, ästhetische Harmonie in der Arbeitsecke eines freiberuflichen Computerhackers oder auf dem Dachboden eines extrem desorganisierten Elektrikers zu finden. ■

Nassim Nicholas Taleb
Das Risiko und sein Preis
Skin in the Game

Originaltitel: *Skin in the Game*
Aus dem Amerikanischen von
Susanne Held
Penguin Verlag, ca. 384 Seiten,
Abbildungen s/w: 9
Gebunden mit Schutzumschlag
€ 26,00 [D] / € 26,80 [A] / CHF 36,50
ISBN 978-3-328-60026-8



„Wir sollten die Kirche im Dorf lassen“

Die Kapitalmärkte liefern spannende Themen zuhauf. Auch an dieser Stelle wollen wir sie benennen – die großen Trends, aber auch deren Randaspekte. Auf einen Kaffee mit Philipp Vorndran und Thomas Lehr.

Wann kommt der Crash?

Vorndran: Das ist die Frage aller Fragen – nur kann sie niemand beantworten. Auch wir nicht.

Italien, US-Handelskrieg, Absturz der türkischen Lira – sind das nicht alles Zutaten für einen Börsencrash?

Lehr: Ich würde sagen, all das führt in der Summe dazu, dass sich die Stimmung bei den Investoren eintrübt. Der Rücksetzer zuletzt und die zum Teil deutlichen Kursschwankungen an einzelnen Handelstagen dokumentieren das. Mehr aber auch nicht. An den langfristig wichtigsten Parametern hat sich nichts geändert.

Und die wären?

Vorndran: Die Zinsen sind und bleiben weltweit tief, die Alternativen zu Aktien deshalb rar. Wenn ihr jetzt gute Aktien überhastet verkauft, weil ihr glaubt, es kracht – wo wollt ihr denn dann hin mit eurem Geld?

Girokonto. Tagesgeld. Und abwarten ...

Vorndran: Und wenn dann kein Crash kommt, die Kurse weiter nach oben laufen? Oder er doch kommt und ihr dann aber verschlaft, zeitig wieder einzusteigen, weil ihr der Meinung seid, die Kurse müssten eigentlich noch viel weiter zurückfallen? So funktioniert das doch nicht!

Lehr: Die Gefahr, nicht dabei zu sein, ist – frei nach

Warren Buffett – viel größer, als dabei zu sein. Das gilt in einer Welt „ohne“ Zins umso mehr. Weil euer Geld, wenn ihr es auf dem Bankkonto liegen lasst, langsam, aber sicher entwertet wird.

Nichtsdestotrotz wächst die Zahl der Marktbeobachter, die vor Turbulenzen warnen – oder nehmt ihr das anders war?

Lehr: Wir orientieren uns zunächst einmal nicht an dem, was andere sagen oder tun. Wir versuchen unseren eigenen Kopf zu gebrauchen.

Vorndran: Crashpropheten gibt es immer. Mal mehr, mal weniger. Das Umfeld liefert ihnen derzeit sicherlich das ein oder andere vermeintlich stichhaltige Argument. Aber: Viele sagen seit fünf Jahren den großen Crash voraus! Stellt euch vor, ihr hättet vor fünf Jahren alle Aktien verkauft ...

Lehr: Wobei wir fairerweise festhalten müssen, fürs Protokoll sozusagen, dass der Crash irgendwann kommt, sie also Recht behalten werden ...

Vorndran: Deshalb sind Crashprognosen auch so beliebt. Zumal ein Crashprophet einen deutlich besseren Ruf genießt als jemand, der sagt, die Kurse würden weiter steigen – der gilt meist als Traumtänzer.

Lehr: Was der Crashprophet meist unterschlägt, ist, dass der Weg bis zum nächsten Crash sehr lang und damit schmerzhaft sein kann für Anleger, die nichts anderes tun, als darauf zu warten.



Letzter Versuch: Die Kursrücksetzer zuletzt würdet ihr nicht als Vorboten einer größeren Korrektur sehen?

Vorndran: Nein, aber auch das lässt sich nicht mit Gewissheit sagen. Nur so viel: Wir sehen keinen generellen Trendwechsel. Im Übrigen sollten wir die Kirche im Dorf lassen. Kursschwankungen gehören an den Kapitalmärkten dazu.

Lehr: Man hat so ein bisschen das Gefühl, dass viele Investoren genau das vergessen haben. Nach einem Jahr wie 2017 haben offenbar viele geglaubt, es ginge einfach immer weiter nach oben.

Was würdet ihr Anlegern im aktuellen Umfeld empfehlen?

Vorndran: Das Vermögen möglichst breit aufstellen. Auf verschiedene Anlageklassen, vorzugsweise in Aktien, Einzeltitel und Währungen, aufteilen. Dabei

auf Qualität achten. Sollte es krachen, werden zwar auch Qualitätstitel deutlich verlieren. Die Wahrscheinlichkeit, dass sie die Verluste möglichst bald wieder aufholen, ist jedoch sehr groß, wie die Geschichte uns lehrt.

Lehr: Ganz wichtig ist noch eine gewisse Liquiditätsreserve. Um auf Unvorhergesehenes reagieren zu können. Wenn es kracht beispielsweise, möglicherweise günstig nachkaufen zu können. Ein Polster verschafft Anlegern Flexibilität. Ansonsten: Ruhe bewahren. Geduldig sein. Auch wenn es schwerfällt. ■

STRATEGIE & STRATEGIE:

Philipp Vorndran (links) und Thomas Lehr (rechts) sind Kapitalmarktstrategen bei der Flossbach von Storch AG.

Glossar

Fachbegriffe kurz erklärt

Anlageklasse

Finanzprodukte mit ähnlichen Eigenschaften lassen sich in verschiedenen Gruppen zusammenfassen. Klassische Anlageklassen sind etwa Aktien, Anleihen oder Immobilien.

Anleihe

Wertpapier, mit dem der Herausgeber einen Kredit am Kapitalmarkt aufnehmen kann. Anleihen werden auch Bonds genannt, können in unterschiedlichen Währungen begeben werden und unterschiedliche Laufzeiten und Verzinsungen haben.

Asset-Allokation

Aufteilung des Vermögens auf verschiedene Anlageklassen, Regionen und Währungen.

Cashflow

Überschuss der Einzahlungen gegenüber den Auszahlungen eines Unternehmens. Mithilfe des Cashflows lässt sich eine Aussage darüber treffen, ob ein Konzern (beziehungsweise ein Konzernbereich) in der Lage ist, aus eigener Kraft finanzielle Mittel zu erwirtschaften. Zentrale Größe in der Bilanzanalyse.

Coupon (Kupon)

Der Zinsschein gibt bei festverzinslichen Wertpapieren die Höhe der vereinbarten Verzinsung an.

Disruption

Die Verdrängung eines Geschäftsmodells durch eine technische Innovation.

Diversifikation

Streuung des Vermögens auf verschiedene Anlageklassen, Einzeltitel, Branchen oder Regionen.

Dividende

Ausgeschüttete Gewinne eines Unternehmens an seine Aktionäre.

ETF

Abkürzung für Exchange Traded Fund (börsen-gehandelter Fonds), einen passiv verwalteten Investmentfonds, der sich an bestimmten Indizes orientiert und an der Börse handelbar ist.

Geldwertstabilität

Eine gleichbleibende Kaufkraft des Geldes. Wenn die Preise für Güter oder Dienstleistungen steigen, sinkt der Geldwert.

Green Bonds

Anleihen von Unternehmen, die laut Testat „nachhaltig“ wirtschaften.

Inflation

Allgemeiner Anstieg der Güterpreise, gleichbedeutend mit einem Kaufkraftverlust des Geldes.

Investment Grade

Festverzinsliche Wertpapiere, denen Ratingagenturen eine gute bis sehr gute Kreditwürdigkeit (Bonität) bescheinigen. Eine weniger gute Bonität wird mit „Non-Investment Grade“ bezeichnet. „Sub Investment Grade“ ist der Sammelbegriff für Anleiheratings von Emittenten, deren Kreditwürdigkeit Analysten als noch schwächer bewerten.

Kryptowährung

Digitales Zahlungsmittel, das durch Verschlüsselung abgesichert werden soll. Dazu zählen unter anderem: Bitcoin, Ethereum oder Ripple.

Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)

Bewertungskennzahl, gibt das Verhältnis des Aktienkurses zum Gewinn pro Aktie an.

Nettoinventarwert (NAV)

Vermögenswert eines Fonds abzüglich seiner Verbindlichkeiten.

Optionsschein

Verbriefte das Recht, nicht aber die Verpflichtung, das unterliegende Wertpapier (Underlying) zu einem vorab festgelegten Preis zu kaufen (Call) bzw. zu verkaufen (Put).

Performance

Wertentwicklung eines Wertpapiers.

Portfolio

Bestand an Wertpapieren im Depot.

Rating

Bewertung der Bonität (Schulden tragfähigkeit) eines Anleiheemittenten.

Volatilität

Mathematische Größe, die die Schwankungsbreite von Wertpapierkursen, Rohstoffpreisen, Zinssätzen oder Investmentfondsanteilen angibt.

Währungsrisiko (Fremdwährungsrisiko)

Die Wechselkurse von Devisen können stark schwanken und zu Verlusten bei Anlegern und Unternehmen führen.

Zertifikate

Schuldverschreibungen, mit denen sich unter anderem auf steigende oder fallende Kurse spekulieren lässt. Der Wert eines Zertifikates hängt vom Wert eines anderen Finanzprodukts, dem sogenannten Basiswert, ab. Banken geben Zertifikate heraus. Geraten die Institute (Emittenten) in Schieflage, kann für Anleger ein Verlustrisiko bestehen.

Zinsstrukturkurve

Setzt die Rendite von Anleihen in Bezug zur Restlaufzeit.

RECHTLICHER HINWEIS

Dieses Dokument dient unter anderem als Werbemitteilung.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen von Flossbach von Storch zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und Zukunftserwartung von Flossbach von Storch wider. Dennoch können die tatsächlichen Entwicklungen und Ergebnisse erheblich von den Erwartungen abweichen. Alle Angaben wurden mit Sorgfalt zusammengestellt. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann jedoch keine Gewähr übernommen werden. Der Wert jedes Investments kann sinken oder steigen und Sie erhalten möglicherweise nicht den investierten Geldbetrag zurück.

IMPRESSUM

Herausgeber:
Flossbach von Storch Invest S.A.
6, Avenue Marie-Thérèse
2132 Luxembourg, Luxembourg
Telefon +352.264.584-22
Fax +352.264.584-23
info@fvsinvest.lu, www.fvsinvest.lu

Vorstand:
Dirk von Velsen, Markus Müller, Karl Kempen

Vorsitzender des Aufsichtsrats:
Kurt von Storch

Umsatzsteuer-ID:
LU25691460

Registre de Commerce:
Luxembourg No B 171513

Zuständige Aufsichtsbehörde:
Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), Luxembourg, 283 Route d'Arion, 1150 Luxembourg, Luxembourg

Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet. Die erhaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar.

Insbesondere ersetzen diese Informationen nicht eine geeignete anleger- und produktbezogene Beratung. Aussagen zu steuerlichen oder rechtlichen Themen ersetzen nicht die fachliche Beratung durch einen steuerlichen oder rechtlichen Berater.

Dieses Dokument richtet sich nicht an Personen, deren Nationalität, Wohnsitz oder sonstige Umstände den Zugang zu den darin enthaltenen Informationen aufgrund der geltenden Gesetzgebung verbieten.

Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights,

Redaktionsschluss: 29. Oktober 2018

LU 112 1118 XXXX DE

Nachdrucke des Dokuments sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträgern aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG.

Redaktion und Design:
Michael Altintzoglou; Dr. Bert Flossbach; Jens Hagen; Simon Klosters; Thomas Lehr; Frank Lipowski; Julian Marx; Christian Panster; Elmar Peters; Tobias Schafföner; Klaus Spanke; Anna Stier; Kurt von Storch; Nassim Nicholas Taleb; Philipp Vorndran

Druck: Druckerei Kopp

Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieses Dokuments unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von Flossbach von Storch selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei Flossbach von Storch. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung von Flossbach von Storch nicht gestattet.

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

© 2018 Flossbach von Storch

Alle Rechte vorbehalten

Bildrechte: ©Thomas Schorn (S. 3); ©dpa - Report (S. 4); © chaofann, iStock (S. 5); © Michael Nagle, Getty Images (S. 10); ©picture alliance/Rick Wilking (S. 12); © Ulrich Baumgarten, Getty Images (S. 13); © MarcelC, iStock (S. 14); ©picture alliance/Ulrich Baumgarten (S. 16); ©picture alliance / AP Photo (S. 16); © vkilikov, fotolia (S. 16); ©picture alliance / Photoshot (S. 16); ©picture alliance / NurPhoto (S. 16); ©Thomas Schorn (S. 21–22); © aquatarkus, iStock (S. 24); © chaofann, iStock (S. 26); © Marcus Becker (S. 31); © skynesher, iStock (S. 32); © dpa - Report (S. 36); © James Marshall, Getty Images (S. 39); ©picture alliance/REUTERS (S. 40); © Marty Katz, Getty Images (S. 41); © Lisa-Blue, iStock (S. 42); © OMAR TORRES, Getty Images (S. 43); © Blagovesta Bakardjieva (S. 44–46); © Verlagsgruppe Random House GmbH, München (S. 47); © Marcus Becker (S. 49)



Flossbach von Storch

Flossbach von Storch Invest S.A.

6, Avenue Marie-Thérèse, 2132 Luxembourg, Luxembourg

www.flossbachvonstorch.lu